الموسوعة العالمية فى الأسواق المالية

Global Encyclopedia of Financial Markets - F.M.G.E

أول موسوعة مالية عالمية شاملة

U.S
STOCKS & OPTIONS

الأسهم الأمريكية وعقود الخيارات

U.S. Stocks & Options

د. محمد الفاضل



الأسهم الأمريكية وعقود الخيارات

المحتويات

المحتويات

■ الجزء الثاني : عقود الخيارات

■ الباب الثالث: الخيارات

الفصل التاسع: نشأة سوق الخيارات

الفصل العاشر: تعريف عقود الخيارات وأهميتها

- المبحث الأول : تعريف عقد الخيار
- المبحث الثاني : السمات العامة لعقود الخيارات
- المبحث الثالث : المصطلحات الأساسية في عقود الخيار
- المبحث الرابع : أهمية عقد الخيار

الفصل الحادي عشر: أنواع عقود الخيارات وخصائصها

- المبحث الأول : تصنيفات عقود الخيار
- المبحث الثاني: أهم أنواع عقود الخيار
- المبحث الثالث : أركان عقود الخيارات
- المبحث الرابع: أساليب تحديد علاوة(مكافأة) الخيار والعوامل المؤثرة عليه
- المبحث الخامس: خصائص سوق عقود الخيارات
- المبحث السادس: حقوق خيار مؤشرات الأسواق
- المبحث السابع: خيار العملات الأجنبية
- المبحث الثامن: خيارات التعامل في الذهب

■ الباب الرابع: استراتيجيات الاستثمار في سوق عقود الخيار

الفصل لثاني عشر: أنواع استراتيجيات الاستثمار في سوق عقود الخيار

- المبحث الأول : الاستراتيجيات المحافظة

١- إستراتيجية شراء عقود خيار البيع Put

٢- إستراتيجية بيع عقود الشراء Call

المقدمة

مقدمة

يعتبر الاستثمار في أسواق المال الدولية من الظواهر الإستثمارية التي طفت على السطح في الآونة الأخيرة, والتي لجأ إليها العديد من المستثمرين العرب كأحد الوسائل لتنمية رأس المال في ظل وجود فرص استثمارية متميزة بأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية وبالذات الأمريكية منها والتي تعتبر من أكبر أسواق المال في العالم والتي يهتم كتابنا هذا بدراسة كل ما يتعلق بهذه السوق وكل ما يؤثر فيها. فقد أصبحت هذه الأسواق المالية قناة مهمة لتمويل الاستثمار نظراً لكونها تمثل سوقاً لتراكم رأس المال وذلك لقدرتها على توظيف رؤوس الأموال, كما هو عليه الحال في المجالات الاستثمارية الأخرى من جهة ولارتباطها الوثيق والمهم باقتصاديات السوق من جهة أخرى, إلى جانب بروز ظاهرة تقويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على الصعيد الدولي, والتي أدت في الكثير من الأحيان إلى عدم وجود أية عوائق أمام تدفقات رؤوس الأموال بهيئة أدوات ائتمانية وادخارية متنوعة وعملات أجنبية, لاسيما وأن تطور الأسواق المالية هذه جاء في أعقاب التطورات الاقتصادية واتساع حالات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري في العديد من دول العالم.

ويعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية من بين المجالات الاستثمارية المهمة التي تستلزم وضع الأسس الكفيلة بإنجاح العمليات الاستثمارية في هذا المجال, وذلك لتحقيق الاختيار الناجح لتشكيلة الأوراق المالية في السوق دون التضحية بالعائد المتوقع من وراء تلك الاستثمارات. فالقرار الاستثماري في هذه السوق مرهون بجملة من المعطيات منها مقدار العائد المتوقع منها وهو ما يعكس حجم الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالباً ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الأموال المستثمرة. ومنها درجة المخاطر التي تمثل احتمالات المخاطر المتوقعة أو ما يسمى بعنصر عدم التأكد (Uncertainty) في مجال تقييم المشروعات, إذ إن الأسهم التي تحمل عوائد أو مردودات مماثلة ليست بالضرورة تحمل نفس معدلات الخطورة, مما يدفع المستثمر إلى وضع تقييم للوصول إلى حالات من الموازنة بين معدلات الأرباح وما ينشأ عنها من مخاطر وبالشكل الذي يجعل قراره أقرب إلى الصواب. ومنها أيضاً الوقت. فشراء الأوراق المالية محدودة بفترة زمنية حيث يتحدد بموجبها الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالأسهم والسندات, إذ إن عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة, ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها.

هذا ويحتاج المستثمر الذي يريد خوض التعامل في الأسواق المالية الدولية إلى مجموعة من المعلومات تتيح له فرصة اتخاذ القرار بمعرفة كاملة بالملابسات الناجمة عما يتخذه من قرارات. تلك المعلومات التي يمكن تقسيمها إلى ما هو سابق لاتخاذ قرار الاستثمار، وما هو لاحق له، ولاسيما تلك التي تتيح للمستثمر تقدير ما يختاره وما لا يختاره من أوراق مالية أو سندات بما في ذلك المعلومات التي تهيئ له متابعة عناصر محفظته، وما يصدر من نشرات تلخيص لخصائص أسهم الشركات والسندات المطروحة، وأوضاع الهيئات المصدرة وكذلك أوضاع الاكتتاب نفسه، إلا أنه غالباً ما تتسم هذه السوق (السوق الدولية للأوراق المالية) بعدم وضوح ماهية المستثمرين ومعرفة ما يتخذونه من مواقف وما يتبعون من سلوك حتى من خلال مصادر الإعلام المتوفرة، وخاصة بالنسبة إلى المؤسسات المالية المشتركة فالبنوك الكبرى وصناديق الاستثمار التي بدأت تلعب دوراً في سوق الأسهم والسندات الدولية لا تفصح إلا نادراً وبصورة مبهمة عن السياسة التي تنتهجها بشأن الاستثمار والتي كثيراً ما تعتمد على عنصر الحدس وتأثير العوامل النفسية، هذا إلى جانب التعامل السطحي بالمعلومات المتوفرة، حيث أن سوق الأوراق المالية الدولية تعتبر مؤسسة مستقلة تحكمها ظروف فنية مختلفة إذ إن الوضع الاقتصادي للشركة أو حتى الوضع الاقتصادي ككل لا يعكس بالضرورة اتجاهات الأسعار- كما هو شأن السوق السلعية- فقد يكون وضع الشركة جيداً وكذلك الوضع الاقتصادي متيناً إلا أن الأسعار قد تتجه نحو الهبوط، والعكس صحيح، فالتحركات الدورية في الأسعار قد تتأثر بأحداث فنية أو سيكولوجية أو عاطفية غير منظورة. ومن هنا يأتي التركيز على دراسة التحليل الفني لهذه الأسواق حتى يمكن تحديد أفضل الأوقات للدخول في السوق، وهي التي تبين الفرق ما بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح.

ويعتمد المتداولون عموماً على أسلوبين في اختيار الأسهم، التحليل الفني وهو أسلوب يمكن من فحص الأوراق المالية وفقا لتطور سعرها وتحركات السعر التاريخية وباستخدام الرسوم البيانية وذلك لتحديد توقيت التصرف بمعنى متى يتم شراء السهم أو بيعه أو الاحتفاظ به، والتحليل الأساسي وهو فحص للقوائم المالية وذلك وصولا إلى القيمة الحقيقة للسهم بحيث يساعد التحليل الأساسي في التعرف على الأسهم ذات الخلل السعري أي المسعرة بأقل أو بأعلى من قيمتها الحقيقية . ولا يمكن القول أن التحليل الفني أفضل من التحليل الأساسي أو العكس ولكن المستثمر يحتاج للتحليل الأساسي لاختيار الأوراق المالية الجيدة ويحتاج للتحليل الفني للمساعدة في تحديد توقيت اتخاذ القرار، والذي نحاول في هذا الكتاب أن نركز عليه ليكون دليلاً للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسواق المال الأمريكية.

يتعرض الكتاب في جزئه الأول للأسهم الأمريكية والفهم الصحيح للدخول والاستثمار فيها. وعرض للبورصات المتواجدة بالسوق الأمريكي والشركات المدرجة بكل منها والمؤشرات التي يقاس على أساسها أداء السوق الأمريكية وكيفية التداول في البورصات الموجودة بالسوق الأمريكية وأسس هذا التداول. حتى يحقق المستثمر من دخوله هذا السوق العوائد المرجو منها.

وفي الجزء الثاني نتناول عقود الخيارات وأنواعها وخصائصها واستراتيجيات متعددة لكيفية التعامل معها حتى يكون هذا الجزء مرجعاً عربياً كاملاً لكل من يريد الاستثمار والتعامل في عقود الخيارات .

الجزء الأول

الأسهم الأمريكية

الباب الأول

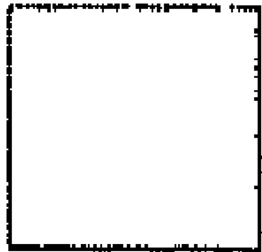
الأسواق المالية ... ماهيتها وآلية عملها

الباب الأول
الأسواق المالية ... ماهيتها وآلية عملها

المحتويات

١ - مفهوم أسواق المال

٢ - سوق الأوراق المالية

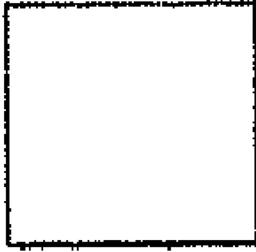


الفصل الأول

مفهوم أسـواق المال

الفصل الأول
مفهوم أسواق المال

المحتويات



» المبحث الأول

مقدمة عن أسواق المال

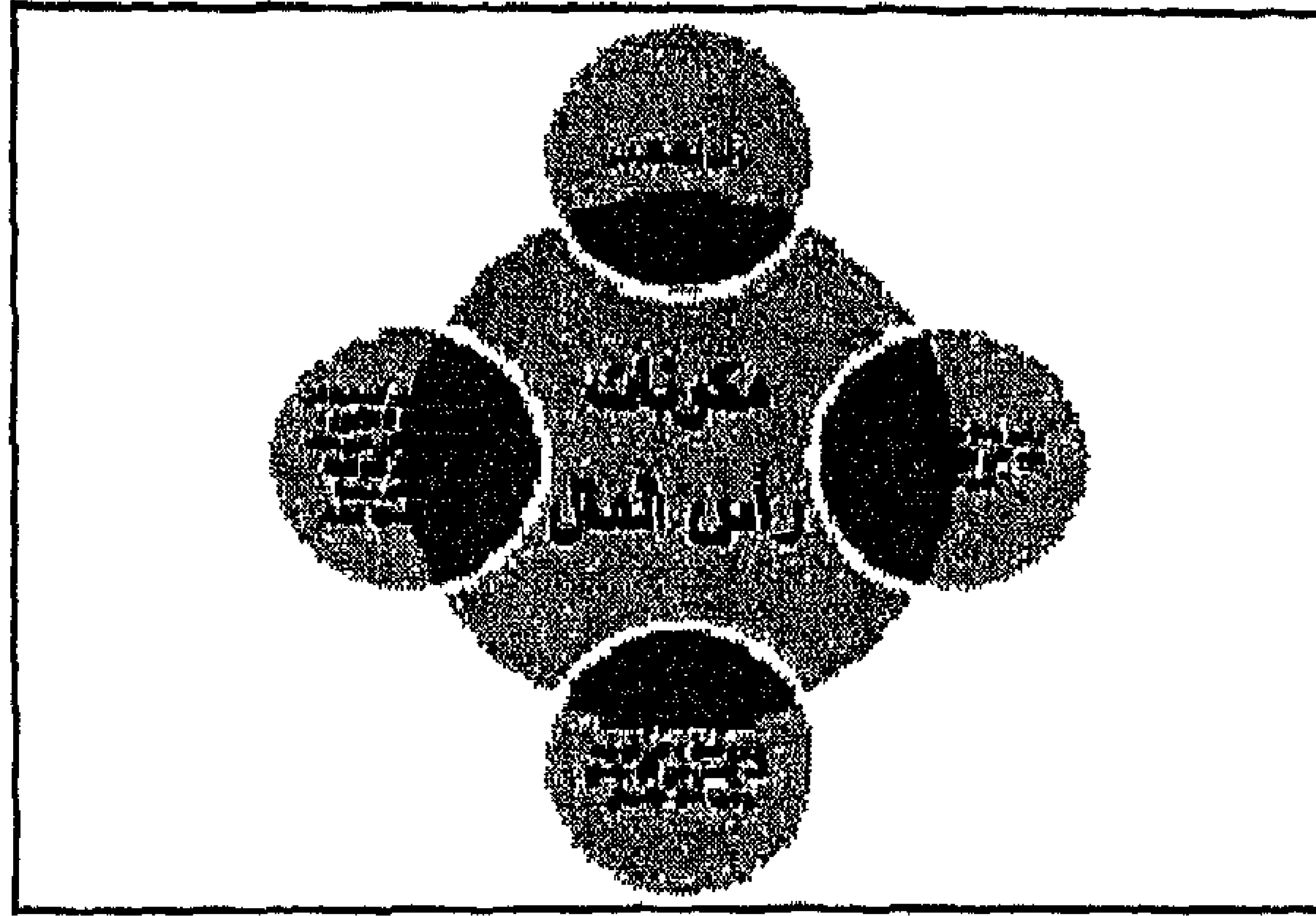
أســـواق رأس المالCapital market بالمفهوم الواســـع هـي تلك الأسـواق التي تضم جميع التعامــلات التي تنصــب علــى الأدوات المالية متوســـطـة وطويلة الأجل أي الـتـــي تزيد مدة اســـتحقاقها عـن ســـنة واحدة لأغراض التمويــل[1]، حيث يتم تدبير الأمــوال اللازمة للقيام بعمليات التمويل عن طريقين أساسيين، إما من خلال إصدار سندات قروض مدتها أكثر من ســـنة مثل سندات الشركات، والأوراق المالية المضمونة برهن، أو عن طريق إصدار أسـهم في رأس المال كالأســـهم العادية والأســـهم الممتازة وغيرها، أو من خلال خليط من هاتين الأداتين في صورة سندات قابلة للتحويل، أو سندات تشمل الحق في شراء أسهم وغيرها[2].

بعبارة أخرى يمكننا القول أنه يجرى التعامل في هذه الأســواق برؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل، ويتم ذلك إما في شكل قروض أو شكل مساهمات في رؤوس أموال الشركات على اختلاف أنواعها وبصفة خاصة الشركات المساهمة[3]. ويأتي عرض هذه الأموال من جانب أولئــك الذين يبغـــون توظيف أموالهم لأجل طويل، أما الطلب علـــى هذه الأموال فيأتي من قبل أولئك الذين يبغون استخدامها في استثمارات طويلة الأجل[4]. ويكون الغرض الرئيسي من الأموال المحصلة استخدامها في الاستثمارات الحقيقية كبناء المعامل، والمساكن، وتمويل المشروعات الحكومية، والمجمعات التجارية، وتطوير المزارع، وغيرها.

---

١ - النقود والمصارف والأسواق المالية - السيد علي، عبد المنعم وآخرون . عمان - الأردن . دار الحامد، ط.١، ٢٠٠٤م، ص. ١١٩.
٢ - الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصاد الإسلامي (دراسة مقارنة) - عبد الإله نصيف، نبيل، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٧-٢٣ شعبان ١٤١٠هـ الموافق ١٤-٢٠ أذار (مارس) ١٩٩٠م ع.٦، ج.٢، ص ١٤٤٩.

[1] اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية (منهج شامل) - أبو فخرة مكاوي، نادية، . مكتبة النهضة العربية، ط ١، ١٩٩٠م ص. ٢٣.
٣ - اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية (منهج شامل)أبو فخرة مكاوي، نادية. . مكتبة النهضة العربية، ط.١، ١٩٩٠م ص. ٢٣.
٤ - نقود وبنوك وأسواق مالية - يونس، محمود وآخرون، الإسكندرية - مصر دار الجامعية، ٢٠٠٤م ص. ٩٢



وأما المفهوم الضيق لأسواق رأس المال، وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمالات، فيقتصر على السوق المنظمة للأسهم والسندات حيث يقصد به سوق الأوراق المالية (البورصة) التي يتم فيها التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد، والمؤسسات، والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد[5]. ولإعطاء فكرة موجزة عن ماهية أسواق المال، لذا سوف نتطرق إليها من خلال المواضيع الآتية:

التعريف بأسواق المال

إن أسواق المال هي أحد الأسواق الثلاثة التي يتكون منها الاقتصاد الحديث وهما سوق السلع والخدمات وسوق الموارد . ويرتبط سوق المال بهذين السوقين عن طريق ما يوفره من رؤوس أموال لغرض إنتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد. (فأسواق المال عبارة عن مؤسسات مالية يتم من خلالها تقديم المدخرون لأموالهم للمقترضين)[6] . فالطرف الأول وهم المقترضون والذين يمثلون قطاع الإنتاج والخدمات والطرف الثاني وهم المقرضون والذين يمثلون قطاع الادخار، فالمقترضون وهم المنتجون للسلع والخدمات يقومون بإصدار الأوراق المالية وبيعها في السوق المالي لغرض الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لعملياتهم الإنتاجية، ومن ثم قيام المقرضون وهم المدخرون بشراء تلك الأوراق المالية. فالمنتجون يحصلون على أرباحهم من خلال القيمة المضافة المتحققة نتيجة لمبيعاتهم، وأما المدخرون فيحصلون على أرباحهم عن طريق العوائد التي يجنونها نتيجة لامتلاكهم تلك الأوراق المالية.

---

٥ - بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي : دراسة تحليلية نقدية - البرواري، شعبان محمد إسلام، دمشق - سورية، دار الفكر ط.١، ٢٠٠٢م، ص. ٣١، نقلا عن : أحمد محيي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط. ١، ١٤١٧هـ/ ١٩٩٠م ص. ٢٢-٢٤

٦ - principles Of Economics, second edition Mankiw,Gregory, USA,Harcourt College Publishers, ٢٠٠١, p٤٤.

إن الأوراق المالية تكون على نوعين وهما الأسهم والسندات . فالأسهم هي شهادات ملكية تثبت لحاملها حق الامتلاك لحصة معينة في مشروع معين . وأما السندات فهي شهادات إقراض تثبت لصاحبها حق إقراض مبلغ من المال إلى مشروع معين لقاء الحصول على سعر فائدة محدد(سيتم شرحها تفصيلياً). وعليه فان سوق المال يتصف بالاتي:

١- يساعد على امتصاص المدخرات الموجودة لدى المجتمع وتوجيهها نحو المشاريع المختلفة .

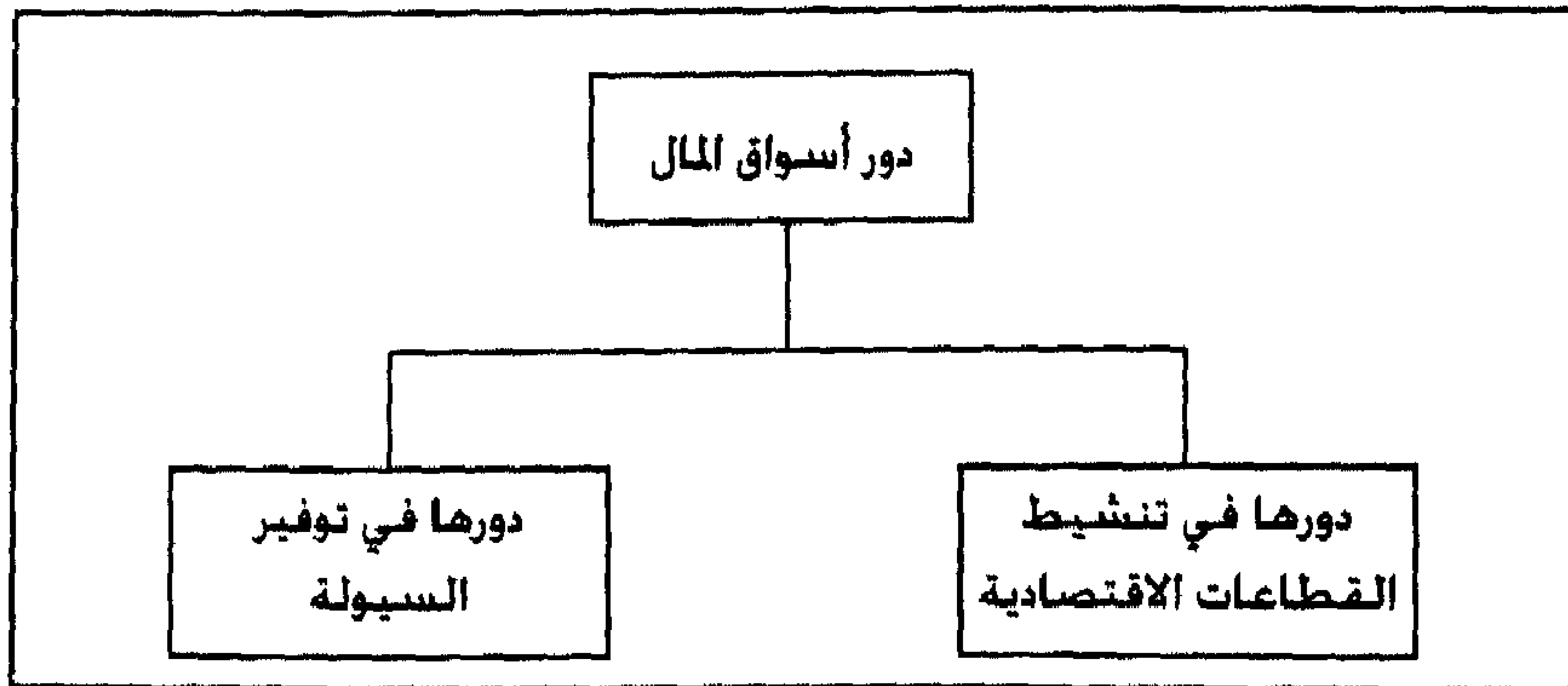
٢- يساعد أصحاب المشاريع الإنتاجية في الحصول على الأموال اللازمة لتشغيل تلك المشاريع.

٣- يتيح للدولة فرصة تطبيق أدق للسياستين المالية والنقدية وذلك بسبب ما يوفره السوق من معلومات حول حركة الأموال واتجاهاتها وكمياتها المتداولة.

٤- يساعد على جذب المدخرات الخارجية إلى الداخل(إذا ما تمتع بدرجة من الفاعلية) بحيث يعمل على سد الثغرة (إذا ما حصلت) ما بين الطلب المرتفع على الأموال وبين العرض المنخفض لها.

٥- يشكل السوق المالي الفاعل والمتطور المرآة العاكسة لمستوى الاقتصاد من حيث مستوى نموه ودرجة تطوره بحيث يساعد على تحديد درجة إقبال المستثمرين المحليين والدوليين إلى اقتصاد ذلك البلد.

أهمية أسواق المال



١ - دور أسواق المال في تنشيط القطاعات الاقتصادية

أصبحت أسواق المال تحتل أهمية كبيرة في الاقتصاد الحديث لدورها في تنشيط القطاعات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية، وما توفره من تمويل لتلك القطاعات والتي تتضح في النقاط الآتية:

١- يزداد نطاق عمل قطاعات الأعمال ويتسع إنتاجها عند حصولها على الأموال اللازمة للتشغيل من السوق المالي، هذا إذا افترضنا أن تلك القطاعات هي عبارة عن شركات مساهمة كبيرة يتكون رأسمالها من مجموع رؤوس أموال شهادات الملكية وهي الأسهم بالإضافة إلى الأموال المقترضة من خلال شهادات الإقراض وهي السندات والتي يتم الحصول عليها بواسطة السوق المالي.

٢- أن قطاعات الأعمال تمثل وحدات اتفاقية في السوق المالي في مقابل الوحدات الادخارية التي تقدم تلك الأموال والتي تحصل على مكافئات لقاء تقديم تلك الأموال إما على شكل أرباح على الأسهم أو فوائد على السندات وبالتالي سوف تضيف تلك المدخرات عوائد إضافية لأصحابها ومن ثم زيادة في دخولها والتي تنعكس بشكل زيادة في الدخل القومي وبالتالي زيادة في النمو الاقتصادي.

٣- أن اتساع نشاط قطاع الأعمال وازدهاره يؤدي إلى زيادة معدل الاستخدام ومن ثم يعمل على انخفاض معدل البطالة ما يؤدي إلى زيادة دخول الأفراد ومن ثم زيادة الدخل القومي والذي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.

٤- أن اتساع نشاط قطاع الأعمال أفقيا وعموديا يؤدي إلى زيادة عوائد الدولة الضريبية على شكل ضرائب على أرباح الأسهم والسندات بالإضافة إلى ضرائب الدخل التي تضيفها دخول الأفراد العاملين في تلك القطاعات والتي تنعكس بشكل زيادة في إيرادات الدولة الضريبية ومن ثم زيادة في الإيرادات التي تمول ميزانية الدولة، إضافة إلى ذلك تشكل الطبيعة التنظيمية إلى الشركات المساهمة وسيلة مهمة للوقاية من التهرب الضريبي الذي يحدث لدى الأفراد الغير مرتبطة دخولهم بالشركات، فعلى سبيل المثال ينتظم ما يقارب ٨٥٪ من العاملين في أمريكا في شركات بينما يقل هذا العدد في فرنسا إلى ٦٠٪ وهذا يعني وجود تهرب ضريبي مقداره ١٥٪ في أمريكا بينما يزداد نسبته في فرنسا والذي يبلغ ٤٠٪.[٧]

---

٧ - اقتصاديات المالية العامة ، محمد طاهر عتلم ، مطبعة مركز التعليم المفتوح في جامعة القاهرة لسنة ١٩٩٨، ص١٠٦.

أن النقاط المذكورة أعلاه تؤثر بمجملها في النمو الاقتصادي ومن ثم في الدخل القومي بسبب الدور المركزي الذي تشكله الأسواق المالية في الاقتصاد الحديث[8] فقد كشفت إحدى الدراسات التي قام بها البنك الدولي بوجود علاقة ايجابية قوية بين السيولة التي توفرها الأسواق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي[9] وتعتمد هذه العلاقة بالدرجة الأساس على درجة فعالية السوق وحجمها . فتقوى هذه العلاقة بوجود سوق مالي متطور وفاعل وتضعف هذه العلاقة مع وجود سوق مالي غير فاعل وغير متطور مثل ما نشهده في اغلب البلدان النامية.

٢ – دور أسواق المال في توفير السيولة

إن حجم السيولة المالية التي توفرها الأسواق المالية إلى قطاع الأعمال والقطاع الحكومي هي صاحبة الدور الحاسم بالتأثير في النمو الاقتصادي في ضوء العلاقة المؤثرة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي. ويتم قياس هذا التأثير من خلال نسبة رسملة السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتعرف رسملة السوق المالية على أنها قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعا لأسعار السوق المالية . فعندما تزداد نسبة رسملة السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي سوف يزداد معها قوة تأثير هذه السوق في النمو الاقتصادي وعندما تقل نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي سوف تقل معها نسبة تأثير السوق المالي في النمو الاقتصادي. وإذا ما تم قياس نسبة هذه الرسملة إلى الناتج المحلي المصري مثلا سوف نجدها تشكل ٣٥٪. وهذه نسبة مرتفعة نسبيا بالنسبة للدول النامية. وفي نفس الوقت تبين لنا مدى أهمية أسواق المال في توفير السيولة إلى قطاع الأعمال.

وما يجعل السوق المالي فاعلاً ومؤثراً بحيث يعمل على جذب المستثمرين المحليين والأجانب ويكون مؤثراً في النمو الاقتصادي هو درجة كفاءة السوق المالية والتي تتصف بالاتي[10]:

١- أن كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقية للاستثمارات مع سعرها في السوق.

٢- في ضوء كفاءة السوق يكون السعر الحالي للورقة المالية هو أفضل قيمة لها في فترة معينة.

---

٨ - Michael burda and Charles wyplosz ,macroeconomics , oxford university press ١٩٩٣, p٩
٩ - اندماج الأسواق المالية الدولية , د.العاني عماد محمد علي , بغداد, نشر بيت الحكمة سنة ٢٠٠٢,ص٢٣
١٠- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية,دمشق العربية, عصام فهد دار الرضا للنشر , ٢٠٠٢, ص٤٧.

٣- يكون السوق الكفء دائما في حالة توازن مستمر.

٤- تنعكس المعلومات بسرعة وبطريقة عشوائية غير متحيزة في أسعار الاستثمارات. بمعنى أن أسعار الاستثمارات تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها بالسوق وبالتالي فان الأسعار في هذه الحالة تمثل أفضل مؤشر للقيمة الحقيقية للمعلومات المتاحة.

٥- في ضوء كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لان هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلا في السعر.

وتجدر الإشارة إلى أن العوامل الاقتصادية المؤدية إلى نجاح السوق المالي قد تتواجد في الدول ذات الاقتصاديات المتطورة وليست في الدول ذات الاقتصاديات النامية بحيث تكون مؤثرة في النمو الاقتصادي.

وتختلف درجة تأثير أسواق المال على القطاعات الاقتصادية باختلاف درجة تطورها والتي تتصف بالاتي:

١- **الأسواق الناضجة:** وهي الأسواق التي وصلت إلى مستوى من التطور من حيث كمية حجم التداول فيها وتنوع أدواتها الاستثمارية ونسبة كفاءتها ومن أمثلتها الأسواق المالية في الولايات المتحدة واليابان وانجلترا وألمانيا وفرنسا.

٢- **الأسواق الناشئة** : وهي الأسواق التي تمتاز بمستوى كفاءة نسبي يقل عما هو عليه في الأسواق الناضجة ومن أمثلتها هي أسواق جنوب شرق آسيا المعروفة بالنمور الآسيوية.

٣- **الأسواق المبتدئة:** وهي الأسواق التي تمتاز بحجم تداول منخفض نسبيا ومقتصرا على عدد محدود من الأدوات المالية وتمتاز بانخفاض كفاءتها النسبية ومن أمثلتها ما نشاهده في اغلب الأسواق المالية العربية.

في ضوء التقسيمات الآنفة الذكر نجد أن هناك أسواقاً كانت في عداد الأسواق المبتدئة وبسبب الإصلاحات الاقتصادية والمالية فقد أدت إلى تطوير أسواقها لتصل إلى مستوى الأسواق الناشئة وهي النمور الأسيوية وعلى رأسها ماليزيا التي أوصلت بلدها إلى عاشر دولة صناعية في العالم. لأنها أدركت تماما أنها سوف لن تطور قطاع الأعمال ما لم توفر

الفنـــوات اللازمة لتمويل هـــذا القطاع وتحديداً عن طريق تطوير الأســـواق المالية، فكان أحد أســـباب نجاحها هو اهتمامها وتطويرها لسوقها المالي بحيث خرجت من منظومة الأسواق المالية المبتدئة إلى منظومة الأسواق المالية الناشئة. وكذا الحال لسوق دبي المالي الذي جذب رؤوس أموال خليجية كانت مسـتثمرة في الأســواق الدولية، بل أدى الاهتمام بهذا الســـوق إلى جذب رؤوس أموال أجنبية كانت مستثمرة في أسواق مالية دولية ناضجة بسبب درجة الثقة المتزايدة في هذا الســوق. وكذلك لا ننســى الدور الذي لعبته هذه الأســـواق في ولادة شــركات جديدة وتوسيع شــركات قائمة عن طريق تمويلها بالسيولة اللازمة والتي أدت إلى توســـع في قطاع الأعمال في هذه الدول ومن ثم ســاهمت في دفع عجلة النمو الاقتصادي إلى الأمام وبالتالي إلى زيادة الدخل القومي. فمثلا عند مساهمة الأسواق المالية الأمريكية في زيادة النمو الاقتصادي بنســبة ٨٠٪[11] فعندها يمكن أن تســاهم هذه الأســواق في زيادة نســبة النمو فـــي بعض البلـــدان النامية وان كان بنســبة اقل هـــذا إذا تم الاهتمام في هذا القطـــاع وخلق العوامل الاقتصادية والمالية والتشـــريعية الملائمة لنجاحه بمعنى أن نســبة مســاهمتها في النمو الاقتصادي ســوف تكون ضئيلة نســبيا في البداية لكن مع تراكم الخبرة والتجربة سوف يتحسن أدائها ويرتفع مستوى مساهمتها في النمو الاقتصادي ومن ثم الدخل القومي .

علاقة الادخار والاستثمار بأسواق المال

إن المدخرات الموجودة في مجتمع ما هي التي تمول استثماراته وان أسواق المال هي أفضل طريقة لتنظيم حركة انتقال الســيولة من جانب المدخرين إلى جانب المستثمرين. فالمدخرات كلما ازداد حجمها ازدادت معها حجم الســيولة المتدفقة على الاستثمار، أي أن هناك علاقة وطيدة بين حجم الادخار في مجتمع ما وبين تطور أسواق المال في ذلك المجتمع . ويتكون الادخار مـــن ادخار خـــاص private saving وادخار عـــام public saving واللذان يشـــكلان بمجموعهما الادخار القومي national saving أي أن الادخار القومي = الادخار العام + الادخار الخاص.[12]

فالادخـــار العام يتكون من الفائض المتحقق من الميزانيـــة العمومية. وأما الادخار الخاص فينشا من ما يخصصه الأفراد من مجموع دخولهم لغرض الاستثمار. ومن معادلات الدخل القومـــي نـــرى أن (الادخار = الاســـتثمار) أي أنه كلمـــا ازداد الادخار ازداد الاســـتثمار والعكس صحيـــح كلما انخفض الادخار انخفض معه الاســـتثمار، أي أن المجتمع الذي يهدف إلى زيادة معـــدل اســـتثماراته فعليه أن يزيد من معدل ادخاراته والذي يتـــم عن طريق خلق فائض في ميزانية الدولة وكذلك عن طريق تخصيص جزء من دخول الأفراد كادخار لغرض الاســـتثمار، والذي يؤدي إلى ازدهار أسواق مال ذلك المجتمع.

١١ - اندماج الأسواق المالية الدولية، العاني، عماد محمد علي، بغداد، بيت الحكمة، ٢٠٠٢، ص١٥.
١٢ - N. Gregory mankiw, principles of economics, second edition, USA,Harcourt College Publishers, ٢٠٠١, p٤١٢.

المشاركون في أسواق المال

تتكون أسواق المال عادة من:

١- **قطاع الأعمال:** وهي الشركات المساهمة corporations المصدرة للأوراق المالية والتي تكون مسجلة في بورصة الأوراق المالية.

٢- **المدخرون :** الذين يخصصون جزء من دخولهم لغرض الاستثمار في تلك الأوراق المالية وهم يمثلون القطاع الاستهلاكي. فهؤلاء المدخرون إما أن يقوموا باقتناء الأوراق المالية بصورة مباشرة عن طريق السماسرة المعتمدين brokers) (أو بصورة غير مباشرة عن طريق المؤسسات المالية الوسيطة.

٣- **الوسطاء الماليون :** (financial intermediaries) وهي تلك المؤسسات المالية التي تتوسط بصورة غير مباشرة بين المدخرين والمستثمرين وهي تتكون عادة من مؤسسات مالية ودائعية (depository institutions) مثل البنوك التجارية (commercial banks) وكذلك اتحادات الائتمان (credit unions) أو غير ودائعية (non-depository institutions) مثل صناديق الاستثمار المشتركة (mutual funds) وصناديق التقاعد (pension funds).

٤- **البنوك المركزية :** وهي من المشاركين في أسواق المال. وذلك للقيام بوظيفتين رئيسيتين وهما الرقابة على كمية النقود المتداولة عن طريق التحكم بعرض النقد وفقا لمتطلبات السياسة النقدية. والثانية هي تنظيم السوق المالي.[١٣]

٥- **القطاع الحكومي :** والذي له دور كبير في أسواق المال وخصوصاً في البلدان المتقدمة اقتصادياً حيث يقوم هذا القطاع ببيع السندات الحكومية لغرض تغطية العجز الحاصل في ميزانية الدولة .

٦- **القطاع الأجنبي:** والذي له مشاركة واسعة في أسواق المال وخصوصا في الاقتصاديات المنفتحة على الخارج سواء عن طريق فتح المصارف الأجنبية في البلد المعني أو عن طريق المتاجرة في الأوراق المالية في أسواق المال.

١٣ - Mishkin, Frederic, Financial Markets Institutions, Fourth Ed., USA, Addison Wesley ,٢٠٠٣, p١٤٩.

الاستثمار في أسواق المال

إن التعامل مع الأسواق المالية والنفوذ إليها مرتبط أساسا بتحليل تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الأسواق مع بعضها البعض لغرض الوصول إلى النتائج التي من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم. وعليه فان تحليل الأسواق المالية مرتبط تماما بالتعامل بتلك الأسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الأداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب وفي المكان المناسب. فبدون التحليل العلمي المستند على معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون الاستثمار معرض إلى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه، ولذا فان من ابرز وسائل تحليل أسواق المال هو التحليل المالي والتحليل الأساسي والتحليل الفني.

ويعني الاستثمار بصفة عامة تكوين رأس المال العيني الجديد الذي يتمثل في زيادة الطاقة الإنتاجية وهو لذلك يعتبر زيادة صافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع وتتكون عناصره من الموجودات مثل الأرض، المباني، الآلات، التجهيزات، وسائل النقل.. الخ[14]. وبالنسبة للاستثمار في أسواق المال فان هناك مخاطر عديدة يواجهها المستثمرون في أسواق المال الدولية والمحلية على السواء، وان كانت تختلف نسبتها من دولة إلى أخرى بحسب الحالة الاقتصادية للبلد المعني، ومن هذه المخاطر هي خطر الركود الاقتصادي وخطر التضخم وخطر سعر الفائدة ومخاطر عدم التسديد والخطر السياسي.

نظرية محفظة الأوراق المالية

لكي يتم الاستثمار في أسواق المال بصورة ناجحة وسليمة لابد حينها من اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى التي تعتمد على الأسس العلمية الصحيحة لاختيار الأصول الاستثمارية المناسبة وذلك عن طريق المزج أو التوفيق بين الأوراق المالية لغرض التنويع بالاستثمار في أكثر من أصل واحد ذي مخاطرة والتي تستند على عناصر أساسية سيتم توضيحها تفصيلياً لاحقاً.

وهناك مؤشرات كثيرة لقياس جودة الأسهم في الأسواق المالية من أجل اختيار الأسهم ذات العوائد الجيدة والتي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد ومن أهمها نصيب السهم من الربح الموزع، معدل العائد على السهم، ربحية السهم الواحد، مضاعف أو مكرر الأرباح للأسهم وأخيراً القيمة الدفترية للسهم.

١٤ - دراسات في الاقتصاد العراقي، سالم، عماد عبد الطيف، بيت الحكمة ،بغداد ٢٠٠١،ص٢٤٦.

وقد يأخذ الاستثمار في أسواق المال الشكل المؤسسي والذي يشكل نسبته في الدول المتقدمة ٩٠٪ أو الشكل الفردي والذي يشكل نسبته في المنطقة العربية ٩٠٪. أي أن النسبة معكوسة تماماً. وهناك فرقا شاسعا بين الشكلين بحيث أن الاستثمار المؤسسي في الغالب يمتاز بالخبرة والتجربة وإمكانية الحصول على المعلومات الضرورية وتوافر عدد كبير من المحللين بحيث يتفوق في عملياته الاستثمارية على الاستثمار الفردي ،ومن أشهر أشكال الاستثمار المؤسسي هو صناديق الاستثمار المشتركة mutual funds - كما سنرى لاحقاً- . حيث انتشرت هذه الصناديق خلال العقود الثلاثة الماضية وخاصة في التسعينات حيث استقطبت جزء اكبر من أموال المستثمرين في أنحاء العالم وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وشرق أسيا. وبعد انهيار حائط برلين والاتحاد السوفيتي انتشرت سياسة السوق الحر في روسيا الاتحادية ودول أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية ودول شرق أسيا وغالبية دول الشرق الأوسط. حيث قامت غالبية هذه البلدان بتخصيص شركات القطاع العام وبإنشاء بورصات لتداول أسهم الشركات فامتصت رؤوس أموال الكثير من المستثمرين الذين وظفوا جزءاً لا بأس به من أموالهم في صناديق استثمار مشتركة. ففي المملكة العربية السعودية مثلا قامت البنوك بتأسيس عدد كبير من صناديق الاستثمار المشتركة للتعامل بالأسهم المحلية والأجنبية والعملات وغيرها.

» المبحث الثاني

أنواع أسواق المال

هناك عدة تقسيمات لأسواق المال تبعا للخواص التي تمتاز بها، ووفقا للآتي:

١ -تصنيف أسواق المال حسب طبيعة التمويل

تأخذ طريقة التمويل في أسواق المال شكلين. الشكل الأول طريقة التمويل المباشر والشكل الثاني طريقة التمويل غير المباشر.[١٥] فالأولى تتم في الأسواق الأولية وذلك عند قيام الشركات والمؤسسات بإصدار الأوراق المالية لأول مرة وبدون وسيط مالي أو حتى سمسار تجاري وتتم عن طريق الاكتتاب العام أو الاكتتاب الخاص ولذلك يطلق على هذا السوق أحيانا بسوق الإصدارات بحيث يتم التعامل فيه بين طرفين ، الأول وهو الطرف المصدر للأوراق المالية والطرف الثاني وهو المشتري لتلك الأوراق المالية وبدون وجود طرف ثالث وهو الوسيط.

وأما طريقة التمويل غير المباشر فتتم في الأسواق الثانوية وذلك عند قيام المشتري الأول ببيع أوراقه المالية لطرف آخر وعبر وسيط مالي أو سمسار تجاري ولذلك تسمى هذه الأسواق بأسواق التداول ، بسبب تداول الأوراق المالية فيها بالبيع والشراء من قبل الأطراف المتعاقدة.

وتكون الأسعار التي تصدر بها الأوراق المالية في السوق الأولي هي أسعار أسمية بحيث تكون محددة سلفاً من قبل سلطة قانونية رسمية. بينما الأسعار في السوق الثانوي تفوق في اغلب الأحيان الأسعار الاسمية حيث تخضع لظروف العرض والطلب ولذلك تسمى بالأسعار السوقية.

٢ -تصنيف أسواق المال على أساس مدة الاستحقاق

تقسم أسواق المال في ضوء هذا التقسيم إلى أسواق نقدية وأسواق رأسمالية.[١٦] فالأولى مخصصة لطرح الأوراق المالية ذات الأجل القصير والتي تكون فترتها أقل من سنة مثل أذونات الخزينة التي يصدرها البنك المركزي لتصحيح الخلل المؤقت الحاصل في ميزانية الدولة. وكذلك مثل الأوراق التجارية التي تصدرها الشركات لسد الخلل الآني بين إيرادات الشركات وبين مصروفاتها.

١٥- النقود والمصارف والأسواق المالية. السيد علي عبد المنعم والعيسى، نزار سعد الدين. عمان. دار الحامد للنشر والتوزيع.٢٠٠٤. ص١١٨.

١٦- Financial Markets and Institutions, Madura, Jeff, South Western College Publishing, USA, 6th Ed, ٢٠٠١, p٤.

وأما الأسـواق الرأسـمالية فهي مخصصة لطـرح الأوراق المالية ذات الأجل المتوسـط والطويل والتي تكون أكثر من سنة مثل حوالات الخزينة وسندات الخزينة والتي يصدرها البنك المركزي لغرض سد الخلل الطويل الأجل الحاصل في ميزانية الدولة أو لتمويل المشروعات ذات الأجل الطويل، وكذلك مثل سـندات الشـركات التي تصدرها شـركات ذات القطاع الخاص لغرض تمويل مشروعاتها.

٣ - تصنيف الأسواق وفقاً لدرجة الكفاءة

هناك ثلاثة أنواع من الأسواق المالية تُصنف وفقاً لكفاءة السوق .. هي:

١) السوق الضعيفة:

هي السـوق التي لا تعكس فيها الأسعار الحالية للأسهم المعلومات التاريخية عنها وما طرأ من تغيرات في أسعار هذه الأسهم أو تغيرات على حجم التعاملات التي جرت في الماضي، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المسـتقبلية في الأسـعار، مما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل تعتبر مسألة عديمة الجدوى.

٢) السوق المتوسطة:

هي السـوق التـي لا تعكس فيها الأسـعار الحالية للأسـهم كذلك كافـة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو الشـركة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يسـتطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسـي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهم.

٣) السوق القوية:

هي تلك السـوق التي تعكس فيها الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته Everything that is Knowable وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المسـتثمرين (لو أرادوا تضليل السوق) اسـتخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعانوا بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

مفهوم الكفاءة في الأسواق المالية

إن السوق الكفء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة Allocation Efficiency بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي السوق الكفء Efficient Market يعكس سعر سهم الشركة كافة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الأعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء الشركة.

كما يعكس السعر أيضاً توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وفي هذا الصدد تلعب السوق الكفء دورين : دور مباشر وآخر غير مباشر ..

الدور المباشر:

يقوم على حقيقة أن عملية شراء المستثمرين لأسهم شركة ما تعتبر عملية شراء عوائد مستقبلية، هذا يعني أن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم ما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

الدور غير المباشر:

يُعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، ما يعني إمكانية حصول الشركة على مزيد من الأموال من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية بسعر فائدة معقول .

تمارس الأسواق المالية دورا مهما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي بسبب ما توفره من رؤوس أموال لقطاعات واسعة من الأعمال من جهة، وما تضيفه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الأموال من جهة أخرى . فقد أصبحت أسواق المال من المواضيع المهمة التي تبحث في علم الاقتصاد بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة ، وما تلعبه من تأثير على مستوى الاقتصاد العالمي ، بحيث أصبحت هذه الأسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان ، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي بين كل من قطاعي الأعمال والمالية ، فقطاع الأعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الإنتاج ، فكلما زاد الإنتاج زادت معه الإيرادات ومن ثم زيادة عوائد أسواق المال والتي تنعكس بشكل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي حدوث النمو في الاقتصاد القومي.

متطلبات كفاءة سوق رأس المال

حتى يمكننا الحكم على مدى كفاءة السوق التي نتعامل فيها يجب أن يكون هناك مقياساً لنقارن عن طريقه مستوى كفاءة هذا السوق بما يجب أن تكون عليه "السوق الكفء Efficient Market"، وفيما يلي أهم المواصفات الأساسية للسوق الكفء:

١ – كفاءة التسعير:

بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

٢ – كفاءة التشغيل:

بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد. مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

٣ – عدالة السوق:

بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات و أن يكون باستطاعة الموجودين في السوق الحصول على المعلومات والبيانات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقته وبدقة تامة Accurate.

٤ – توفر السيولة:

وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (تسمى أيضاً Marketability أي صلاحية الأسهم للعرض بالسوق)، وبسعر محدد ومعروف بمعنى عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.

٥ – العمق:

أي وجود عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري، بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم، وكذلك اتصافهم بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة من وراء استغلال ثرواتهم.

٦ - انخفاض تكلفة التعاملات:

كلما كانت التكلفة منخفضة كلما كانت السوق أكثر كفاءة، وتقاس التكلفة على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمي الكفاءة الداخلية.

٧ - الأمان:

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

٨ - استمرارية السوق:

أي عدم وجود تقلبات سعرية أو اختلافات سعرية في أثناء جلسة التداول للورقة المالية .

الفصل الثاني

سـوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي سوق مثل سائر الأسواق تلتقي من خلالها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأسعار إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث أنه يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المساهمين، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات.

ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تسييلها أو تصفيتها liquidating لحساب أحد المستثمرين إذا ما رغب في الخروج من الشركة، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.

وتتميز هذه السوق عن غيرها من الأسواق أن التعامل فيها غير شخصي impersonal حيث لا يلتقي البائعون والمشترون ببعضهم البعض، بل ولا يعرف بعضهم بعضاً، وإنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المالية بوصفهم وكلاء بالعمولة عن البائعين والمشترين.

تقسيمات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية وفقاً لمعيار أجل التداول كما أوضحنا إلى قسمين رئيسيين هما الأسواق الفورية أو الحاضرة، والأسواق الآجلة التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بيعاً وشراءً على أن يتم تنفيذ عقودها في وقت لاحق لتاريخ عقدها ولا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية مباشرةً عند تنفيذ الصفقة. وتنقسم إلى أسواق العقود المستقبلية وأسواق عقود الاختيارات أو الخيارات، أما الأسواق الفورية فهي التي يتم فيها تداول الأوراق بصورة فورية من حيث تسليم الورقة وقبض الثمن، وتنقسم لنوعين : سوق أوّلية وسوق ثانوية ..

1) السوق الأوّلية أو سوق الإصدار Primary Market:

السوق الأولية أو سوق الإصدارات هي السوق التي تصنعها المؤسسات المالية المتخصصة مثل بنوك الاستثمار أو بعض البنوك التجارية، والتي تقوم بالاكتتاب العام في الإصدارات

الجديدة للأوراق المالية سـواء كانت أسـهماً أو سـندات. ، سـواء كانت هـذه الإصدارات لأدوات ائتمانيـة أو أصـول مالية قصيرة أو طويلة الأجـل ثم يتم في تلك السـوق بيع هـذه الأوراق المالية، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسـهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسـمالها بعد التأسـيس، كما قد يتعلق بالسـندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار.

٢) السوق الثانوية أو سوق التداول Secondary Market:

هي السـوق التي يتم فيها جميع المبادلات المالية بيعاً وشـراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السـابق إصدارها في السـوق الأولية من بائع لمشـتري طبقاً لسـعر السـوق السـائد للورقة، وطالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى اسـتردادها قبل تاريخ اسـتحقاقها فإن هذه السوق تسمح للمسـتثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقديـة قبل هذا التاريخ، ما يجعل المسـتثمر مطمئناً إلى أنه يسـتطيع الحصول على السيولة اللازمة له - في حالة احتياجه لها، في أي وقت يريده سواء تمت هذه المبادلات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة. وتلعب هذه السوق دورا هاما من حيث ما يلي:-

دورها للمستثمرين

- بوجود السـوق الثانوية فإنها تتيح الفرصة للمسـتثمرين الذين يشـترون الأوراق المالية في السوق الأولية للتداول بها بصورة سهلة في هذه السوق.

دورها للجهة المصدرة

- تعتبر السـوق الثانوية أداة القياس للجهة المصدرة لتحديد الأسـعار لإصدارات الأوراق المالية في السـوق الأولية بحيث إذا عرفت أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية فأسهل لها تحديد أسعار الإصدارات الأولية للأوراق المالية في السوق الأولية.

وتنقسـم السـوق الثانوية وفقاً لمعيـار التزامها بالإجراءات القانونيـة للتداول إلى نوعين هما:

– الأسواق المنظمة Organized Markets:

أو ما يطلق عليها ، بورصة الأوراق المالية Stock Exchange، وهي سوق منظمة لتداول

الأوراق المالية تتم في مكان محدد وهو البورصة، وفقاً لقوانين ولوائح معينة تحكم عملية التداول وفي أوقات محددة. وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات. وتنبع أهمية البورصة فيما تؤديه من دور هام في تأمين السيولة وتجميع المدخرات واستثمارها والمساهمة في عملية التنمية.

- الأسواق غير المنظمة Unorganized Markets:

يُستخدم هذا المصطلح للتعبير عن المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة والتي يطلق عليها «المعاملات على المنضدة Over The Counter (OTC)» حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما هي علاقة بين أطراف هم السماسرة والتجار والمستثمرين. وتتولى مسئولية هذه السوق بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة. ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية .

أهم العوامل المؤثرة على سوق الأوراق المالية

تنقسم هذه العوامل إلى نوعين : الأول يتعلق بمجموعة من العوامل الخارجية تتمثل في أية تغيرات اقتصادية أو سياسية تنشأ خارج السوق وتنعكس عليها والثاني يتعلق بالعوامل الفنية المتعلقة بطبيعة السوق وقوانينها وطبيعة الشركات المتداولة فيها. وفيما يلي بعض من العوامل الاقتصادية الهامة التي تؤثر في أداء هذه الأسواق ويتعين على كل مستثمر في البورصة الانتباه إليها دائماً لمعرفة اتجاهاتها حتى يتوقع تأثيرها على أوراقه المالية:

١) السياسة المالية Fiscal Policy:

يُقصد بها الطرق والوسائل التي تتخذها الدولة لتمويل الإنفاق الحكومي لها، وأهمها الضرائب التي تُعتبر أهم مصدر لإيرادات الدولة. ونجد أن زيادة فرض الضرائب يؤدي إلى تخفيض أرباح الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، بينما تخفيض معدلات الضرائب أو منح الإعفاءات الضريبية يؤدي إلى زيادة حجم الأرباح المحققة وما يتبعه من ارتفاع أسعار أسهمها. وكذلك نجد أنه لو لجأت الدولة للتمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة لها فإن ذلك سيؤدي أيضاً إلى انخفاض حجم الأرباح الحقيقية للشركات نظراً لارتفاع معدل التضخم مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها .

٢) السياسة النقدية Monetary Policy:

يُقصد بها الوسائل التي تمارسها الدولة للتحكم في المعروض من النقود والذي يتكون من الودائع الجارية والودائع لأجل لدي البنوك التجارية وكذلك النقدية المحتفظ بها لدي الجمهور، حيث نجد أن زيادة عرض النقود سوف تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة ومن ثّم التشجيع على الاستثمار وبالتالي التأثير على مستويات الأرباح للشركات وارتفاع أسعار أسهمها.

٣) سعر الصرف Exchange Rate:

انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى أن يتحول المستثمرين في الأوراق ذات الدخل الثابت التي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة إلى شراء الأوراق المالية التي تُدر عائداً بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة .

٤) سعر الفائدة Interest Rate:

زيادة سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض الأسعار بالبورصة بسبب سحب السيولة المستثمرة بالبورصة وتوجيهها إلى ادخارها بالبنوك لضمان عائد أعلى وخطورة أقل، بالإضافة إلى أن هذه الزيادة تسبب زيادة الفائدة المحسوبة على قروض المشروعات مما يزيد نفقات الشركات وبالتالي انخفاض أرباحها وبالتبعية انخفاض أسعار أسهمها، والعكس صحيح .

٥) التضخم Inflation:

يعني التضخم ارتفاع الأسعار مما ينعكس في انخفاض القدرة الشرائية لحائزي النقود، ويمكن القول بأن زيادة الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار في البورصة، حيث يترتب على التضخم زيادة في سعر الفائدة التي ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم في السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار، ومن جانب آخر قد يزيد حجم الوعاء الضريبي على أرباح صورية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها . كما قد يصاحب ذلك زيادة طلب الشركات لمزيد من الموارد المالية مما يسبب ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية.

٦) حجم الناتج القومي National Income:

إن تأثير التقارير عن حجم الناتج القومي قد يكون ذو أثر إيجابي أو أثر سلبي على

أسعار الأسهم. فزيادة مستوى النشاط الاقتصادي يؤدي إلى ظهور حالة من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها. و على العكس فإن ظهور معلومات عن زيادة غير متوقعة في الناتج القومي قد تُلقي بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يُتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم .

أهمية سوق الأوراق المالية

تتمثل وظيفتها في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وذلك من خلال توفير قنوات جيدة للاستثمار أمام الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. مما يساعد على تحقيق الموازنة الفعالة بين قوى الطلب وقوى العرض. وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات مما يعمل على إعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة. وتمثل للأفراد وعاءاً استثماريا يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، وتُمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب. وتمثل للشركات حافزاً على متابعة التغيرات التي تحدث في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهمها. وتدعيم موقفها بالسوق إذا ما احتاجت إلى الاقتراض من البنوك أو الأفراد لتمويل أنشطتها أو التوسع فيها وبسعر فائدة معقول وبشروط مُيسرة. ومن خلال دورها في خلق هذا الوعاء الادخاري تؤدي إلى زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد مما يؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، ومستويات التشغيل وإيجاد فرص عمل جديدة تُسهم في تخفيف حدة البطالة وبالتالي تعمل على رفع مستوى المعيشة وتحقيق مستويات أفضل للدخل سواء على المستوى الفردي أو القومي.

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها، فيمكن حصرها فيما يلي:

• تنمية الاقتصاد القومي عن طريق تشجيع توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية. حيث تشجع سوق الأوراق المالية صغار المدخرين وكبارهم من لديهم فائض مالي لا يستطيعون استخدامه في القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم نظرا لعدم وجود فكرة استثمارية لديهم . ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم. وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية وجدير بالذكر أن القوة الشرائية للنقود تنخفض بمضي

الزمن وعلية فان الاستثمار للأموال يساعد على زيادتها للحد من تآكلها بفعل التضخم.
المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين). فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض. وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع.

• المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزانة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

• المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي. حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

• المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

• تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة. حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني) والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية؛ وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلبHighest Bid) وللمشتري (أدنى سعر عرض Lowest Offer).

• إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات. ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

• تحويل الانتظار وتحويل المخاطر: حيث يستطيع المستثمر أن يتخلص من الأوراق المالية التي لا يقدر على تحمل مخاطرها أو لا يستطيع أن يتحمل الانتظار فيها لحين تاريخ استحقاقها ويقوم بتحويلها إلى طرف آخر من خلال هذا السوق.

صانع السوق

هو شخص أو شركة (أو مجموعة أشخاص أو شركات) يحصل على ترخيص للعمل كصانع سوق في الأوراق المالية. يلتزم رسمياً بالعمل على خلق سوق مستمرة للتداول على ورقة مالية معينة أو أكثر. وهذا يعني المخاطرة برأسماله أو رأسمال شركته. ويلتزم في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار مُعلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة (أو أكثر) وبحيث يضع هامش صغير بين السعرين. ويتاح للسماسرة عبر شاشات التداول متابعة الأسعار المعلنة من كافة صناع السوق. وتكون هذه الأسعار المعلنة بالنسبة للصفقات التي تتم على عدد محدود من الأسهم. أما بالنسبة للصفقات الكبيرة فيكون السعر المعلن قابلاً للتفاوض. وتُعقد جميع الصفقات من خلال التليفون مع نشر الأنباء الخاصة بها. وفي ضوء دور صانعي السوق فإن تداول الأوراق المالية خارج البورصة يعتمد على السعر المعلن والذي يتم التفاوض عليه معهم مستقبلاً.

وينقسم صانع السوق إلى عدة أنواع:

صانع السوق الذي لا يهدف إلى تحقيق الربح: ويهدف إلى تحقيق هدف قومي من استثماراته يتمثل في حفظ توازن السوق ومستوي العرض والطلب في حدود لا تسمح بحدوث طفرات في أسعار الأوراق المالية ارتفاعا أو انخفاضا بصرف النظر عن تحقيق عوائد.

صانع السوق المتخصص: يهدف إلى تحقيق أرباح تتناسب ومستوى المخاطرة التي يتحملها نتيجة دخوله كصانع سوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية. وعلى وجه الخصوص في الأسواق المالية المنظمة.

صانع السـوق التاجر: يهـدف إلى تحقيق أرباح من اسـتثماراته. غير أن ذلك يكون في الأسواق غير المنظمة.

دور صانع السوق:

يقوم صانع السوق بعمل توازن للسوق من خلال:

الشـراء: في حالة قيام المستثمرين بعرض أسهمهم بصورة متزايدة فإن صانع السوق (المتخصص والتاجر) يدخل كمشـتري لهذه الأسهم وبكميات كبيرة لامتصاص الزيادة في المعروض، ويُسمح له بالشراء بأسعار منخفضة نسبياً عن تلك السائدة في السوق.

البيع: في حالة قيام المسـتثمرين بطلب كميات كبيرة من أسـهم معينة فإنه يقوم بعرض كميات كبيرة ما لديه من الأسهم لمواجهة الزيادة في الطلب والنقص في العروض، وبالتالي الحفاظ على مستوى أسعار هذه الأسهم مع تحقيق هوامش ربح معقولة .

تصنيفات السوق وفقاً لحركة المؤشر

تؤثر حركة مؤشر السوق على تصنيفات السوق، كما يلي ..

١) **السـوق الصاعدة Bull Market:** عندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود ، فإنه حينئذٍ يطلق على سـوق الأوراق المالية (السـوق الصاعدة)، ويكون ذلـك عندما يزيـد معدل العائد الذي تحققه السـوق عن العائد على الاسـتثمار الخالي من المخاطر Risk less Security .

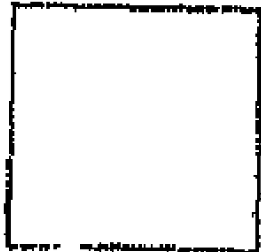
٢) **السـوق الهابطـة Bear Market:** عندما تكـون حركة المؤشـر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع (Bearish)، فإنه حينئذٍ يطلق على سوق الأوراق المالية (السوق الهابطة)، ويكون ذلك عندما يقل معدل العائد الذي تحققه السـوق - وفقاً للمؤشـر - عن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر Risk less Security .

الباب الثاني

البورصة الأمريكية

الباب الثاني
البورصة الأمريكية

المحتويات



الفصل الثالث

تاريخ البورصة الأمريكية

كلمة بورصة

عُرِبت كلمة البورصة بـ «المصفق» باعتبارها اسم مكان يدل على الموضع الذي يكثر فيه عقد الصفقات، وجمعها «مصافق»، وصفق البيع يعني أمضاه، لأن العرب كانوا إذا أرادوا تنفيذ البيع ضرب أحدهم يده على يد صاحبه، فيقولون صفق يده أو على يده بالبيع، فوصفوا به البيع، والصفق يعني التبايع، وتصافق البائع والمشتري يعني أنهما أنجزا البيع، والصفقة تعني البيعة. أما المعنى الاصطلاحي لكلمة بورصة فهي سوق يتم فيها التعامل على سلعة معينة، أو على أوراق مالية، فبورصة القطن يلتقي فيها باعة القطن ومشتروه، وبورصة الأوراق المالية يلتقي فيها بائعو الأسهم والسندات ومشتروها، ولا تتمتع السلع ببورصة خاصة بها إلا إذا كانت متماثلة الوحدات، ولكن توجد بورصة للقطن أو القمح أو النحاس؛ لأنها ذات رتب متفق عليها عالميًا. وهناك بورصة للبضاعة الحاضرة؛ حيث يتم تسليم السلعة وتسلمها بعد عقد الصفقة، وبورصة العقود حيث يكون التعامل على سلعة غير موجودة حاليًا، ولكنها توجد مستقبلاً. وقد عرفها قانون التجارة الفرنسي (مادة: ٧١) بأنها مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة، وهي من النظم الاقتصادية اللازمة لكل دولة متمدنة، إذ هي للتجار بمثابة مقياس الحرارة، ينبئ بالأسعار ومقدار المطلوب والمعروض، ويمكن بواسطتها جس نبض السوق، والاحتراس من الوقوع في الأزمات.

ويرجع تاريخ نشأة هذه الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، وفي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج وأنفير وليون وأمستردام ولندن من المراكز المالية المهمة، حيث قامت فيها «البورصات» إلى جانب الأسواق التجارية، وتم التبادل فيها على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية.

ويرجع أصل كلمة بورصة إلى اسم عائلة « فان دير بورصين Van der Bürsen » البلجيكية حيث اشتقت كلمة بورصة من اسم هذه العائلة، وكان عمل عائلة « بورصين» أساساً في المجال البنكي، حيث امتلكت العائلة فندقاً بمدينة « بروج Bruges » ببلجيكا وكان هذا الفندق مكان تجمُّع العديد من التجار للمناقشة حول الصفقات التجارية في فترة القرن الخامس عشر وكان شعاره عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود، وقد بدأ فيه نشر قائمة بأسعار السلع المتداولة لأول مرة عام ١٥٩٢م، وأصبح فيما بعد رمزاً لسوق رؤوس الأموال، ولذا فقد تم اعتباره أول ظهور لما يعرف الآن بالبورصة.

ولو تركنا بلجيكا وعائلة السيد ‹ بورصين› ونظرنا حول العالم بسرعة شديدة حتى نرى كيف نشأت البورصة، فسنجد أن تطور أسواق الأوراق المالية Stock exchange ارتبط تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وجاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية. ففي هولندا شهدت مدينة أمستردام أول سوق منظمة للأوراق المالية، وكان التداول يتم ما بين الساعة الثانية عشرة والثانية بعد الظهر؛ حيث صار آلاف المتعاملين لعرض آخر أسعار أسهم شركة الهند الشرقية.

ثم جاء دور فرنسا حيث ظهرت أول بورصة عام ١٧٢٤م بموجب أمر ملكي، وقد بدأت في باريس بقصر "برونيار Brongniart" نسبةً إلى المهندس الذي رسم المخططات وكان ذلك عام ١٨٠٨م. ثم جاءت بعدها أسواق متعددة في أوروبا الغربية والتي بدأت بسوق لندن في بريطانيا حيث استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه «Royal Exchange".واحتلت لندن الدور المالي الأول في العالم. ولكن بين الحربين الاستعماريتين العالميتين تقلصت أهمية لندن، وإن كان ما زال مركز لندن المالي يحتفظ بفعاليته.

ثم بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية البورصة أواسط القرن الثامن عشر عام ١٧٩٢م بشارع «وول ستريت[١٧] Wall Street" في مدينة نيويورك[١٨]، والتي أصبحت بعد ذلك من أهم الأسواق وأكبرها حجماً، ومكتوب في صدر بورصة نيويورك شعارها الشهير ‹هنا فرصة عدم البيع تساوي صفر !! › بمعنى أن أي متعامل يرغب في بيع أسهمه يجب أن يجد الفرصة متاحة لذلك فوراً، وقد أنشئت أول بورصة حقيقية للأسهم في عام ١٨٢١م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق (كما سنرى تفصيلياً).

١٧ - وول ستريت : وول ستريت شارع المال والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية هو أحد شوارع مانهاتن السفلى، مدينة نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية وفي الوقت الحالي وول ستريت يعني الواجهة الرئيسية للسوق الأمريكي حيث توجد قبة بورصة نيويورك و الكثير من الشركات المالية الأمريكية الضخمة كجي بي مورجان وتوجد أيضا مقر (امريكان ستوك إكستشاينج) او بورصة أمريكا ويقع الشارع في منطقة منهاتن السفلى ويتقاطع مع شارع برودواي ويتجه نحو (ايست ريفر) او النهر الشرقي وهو من ضمن الحي المالي،سمي الشارع بهذا الاسم عندما كانت نيويورك مستوطنة هولندية و عندما تعرضت لاحتلال البريطانيين بنوا الهولنديين جدار ارتفاعه ١٢ قدم (٤ متر) بواسطة الأفارقة العبيد لصد هجوم البريطانيين و بعد نجاح البريطانيين بالاستيلاء على نيو يورك دمروا الجدار وعرف المكان باسم وول ستريت .

١٨ - تقع ولاية نيويورك في وسط شرق الولايات المتحدة وتطل على المحيط الأطلنطي ويرجع اسم الولاية إلى المدينة الإنجليزية يورك وسميت الولاية بنيويورك تكريما لدوق مدينة يورك البريطانية. وتعتبر نيويورك من أوائل الولايات التي استقبلت المهاجرين العرب حيث توافد العديد من العرب ولا زالوا على نيويورك التي تعتبر مقصد آلاف المهاجرين الجدد. وتأوي نيو يورك حاليا حوالي٤٠٥ الف أمريكي من أصل عربي.

تطور البورصة في أمريكا

يتكون السوق الأمريكي أساساً من عدة بورصات مختلفة ولكنه بدأ فعلياً ببورصتين أساسيتين وهما بورصة نيويورك NYSE) New York Stock Exchange) والبورصة الأمريكية (AMEX) .

ولو عدنا إلى الوراء نجد أنه في عام ١٧٩٠م كان يتقابل البائعون والمشترون بالبورصات في أحد الشوارع التي يتفقون عليها أو على المقاهي بهذه الشوارع كما حدث في بدايات البورصات في معظم دول العالم، وفي الولايات المتحدة كان هذا اللقاء يتم يومياً تحت شجرة بوتنوود في شارع (وول ستريت) بمدينة نيويورك باستثناء أيام الآحاد، وفي هذا اللقاء يحدث تبادل ما يقارب (١٠٠) سهم فيما بين البائعين والمشترين. وتطور هذا اللقاء حين تجمع ٢٤ تاجراً أمريكياً في عام ١٧٩٢م وأبرموا اتفاقية بريتون وودز[١٩] في يوليو عام ١٩٤٤م Britton Woods لتنظيم أول سوق تداول أسهم وسندات خاصة بعد إصدار الحكومة الأمريكية لسندات خزينة بقيمة ٨٠ مليون دولار لتسديد نفقات الحرب الأهلية.

فقد جاءت هذه الاتفاقية نتيجة الفوضى التي سادت النظام النقدي الدولي قبل وخلال الحرب العالمية الثانية فاندفعت الدول للبحث عن نظام نقدي دولي جديد من شأنه التخفيف من حدة هذه الاضطرابات والأزمات وكذا يحقق أهدافها المتمثلة في خلق تجارة دولية متعددة الأطراف، وثبات أسعار الصرف مع إمكانية التحويل من العملات.

ومن ثم تم استدعاء مجموعة من الخبراء الماليين من أربع وأربعين دولة للمشاركة في المؤتمر النقدي للخروج بوثيقة تعتبر معاهدة دولية لتنظيم الحياة الاقتصادية والمتمثلة في اتفاقية بريتون وودز هذه الأخيرة تعتمد بشكل كبير على مخطط « هاري هوايت » الأمريكي، وتأخذ بعض البنود من خطط «اللورد كينز» الإنجليزي. وبدءوا العمل من منزل (تونتين) وأصبح تعهدهم ذلك هو اللبنة الأولى في إنشاء بورصة نيويورك[٢٠] والتي تعتبر أقدم بورصة منظمة في العالم وأكبرها حالياً، في حين ظل بقية المتداولين في شوارع نيويورك يتبادلون الأسهم والسندات بالطريقة القديمة (هؤلاء اتجهوا بعد ذلك إلى إنشاء البورصة الأمريكية (AMEX)).

ومن ثم نجد أن البورصة الأمريكية اتجهت في اتجاهين حيث الطريق الأول هو طريق المنظمين ال ٢٤ والذين أسسوا بورصة نيويورك وأسموها بورصة نيوريورك للأسهم والتبادل

---

١٩ - وتم تسمية النظام باسم المكان الذي عقد فيه وهو منتجع بريتون وودز في مقاطعة New Hampshire

٢٠ - الموقع الرسمي لمقر بورصة نيويورك لتداول الأوراق المالية هو: نيويورك، NY ١٠٢٨٢-١٠١-١١٠١. وللبورصة مكاتب أخرى في هيوستن،واشنطن،دبي،لندن، وهونج كونج.

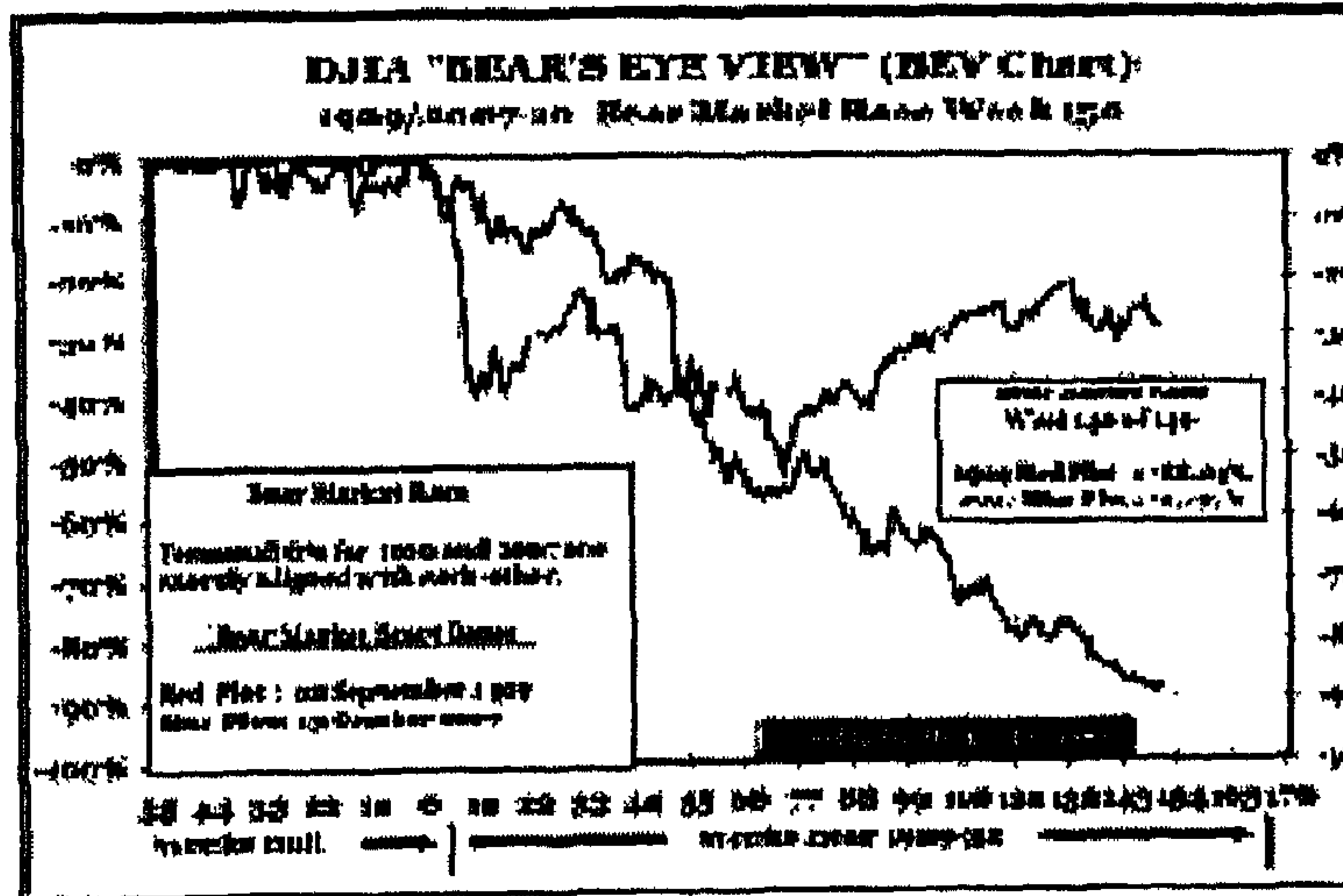
(NYS&EB) وتم اختصار الاسم بعد ذلك في العام ١٨٦٣م باسم بورصة نيويورك لتبادل الأسهم(NYSE) واتخذوا بعد ذلك من وول ستريت مقرا لهم وكانت اكبر الشركات الأمريكية مدرجة بها.

وعلى صعيد أخر اتجه تجار الشوارع بنيويورك بعد ثورة الذهب بكاليفورنيا والحرب الأهلية الأمريكية بإدراج الأسهم الصغيرة وأسهم الشركات الناشئة بسوق منظم وأسموه بالبورصة الأمريكية (AMEX)..

في العام ١٩٧٢ م تعاونت بورصة (AMEX) وبورصة نيويورك (NYSE) تحت منظمة واحدة لتقديم خدمات موحدة وأطلقت عليها اسم سياك لتبادل الأوراق المالية (SIAC) وتم إدراج البورصتين وصنفتا على إنهما غير ربحيتين.

وفي عام ٢٠٠٥ م انضمت بورصتا الباسيفيك وارشيبلاجو الأمريكيتين واللتين تأسستا بالغرب الأمريكي بلوس أنجلوس إلى بورصة نيويورك وتكونت العملاقة NYSE Group .

وفي عام ٢٠٠٧ م اندمجت بورصتا مجموعة نيويورك ويورونيكست ليكونوا اكبر تجمع بورصة عالمية وأصبح اسمها NYSE Euronext Group وأصبحت تضم تحت جناحها كبرى الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة نيويورك وأكثر من ١٧٠٠ شركة من ٦ دول أوروبية كانت تضمهم يورونيكست.



وفي عام ٢٠٠٨ م انضمت AMEX إلى العملاق NYSE Euro next Group لتصبح بذلك بورصة نيويورك قد استحوذت على أكثر من ٨٥٪ من الشركات الأمريكية وعلى ٢٠٠٠ شركة أوروبية من ٦ دول مختلفة وإمكانية التداول من أي بروكر يتعامل مع السوق الأمريكي.

وتعتبر بورصة نيويورك يورونيكست أكبر مثال على سوق منظم له مقر ويتم التعامل يدوياً وآلياً في ما يتعلق بتبادل الأوراق المالية وتسجيلها وتصنيفها وتحتوي وحدها على ما يربو من ١٠ آلاف شركة أمريكية وأوربية.

وعلى خط زمني موازي في العام ١٩٩٢ م تم إنشاء سوق من نوع خاص غير منظم يتم التداول فيه عن طريق الشبكة الاليكترونية (الإنترنت) فقط وتصنف وتسجل الأسهم والأوراق المالية الأخرى أوتوماتيكيا وهي بورصة الناسداك (Nasdaq) وتسارعت كبرى شركات التكنولوجيا الأمريكية للإدراج بها مكونة بذلك أكبر بورصة على الإنترنت ولتتنافس مع كبرى البورصات العالمية .

كما تعتبر بورصة نيويورك أكبر سوق لتبادل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث تعاملاتها بالدولار و ثاني أكبر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة حيث اجتازها سوق ناسداك عام ١٩٩٠م, ولكن القيمة السوقية للشركات المدرجة أو ما يعرف بالرسملة السوقية فهي أكبر بخمس أضعاف عن الشركات المدرجة في سوق ناسداك.

التطور التاريخي لسوق وول ستريت

شهد اقتصاد نيويورك فترة ازدهار بدأت منذ القرن الثامن عشر وأوائل القرن التاسع عشر حين تنافست المدينة مع فيلادلفيا لتصبح العاصمة المالية للولايات المتحدة. وقد كسبت نيويورك المعركة بفضل الحظ وقناة أيري Erie Canal [٢١]، التي شقت على طول ٣٦٣ ميلاً من اليابسة مخترقة جبال ابالاش لتمرير التجارة مباشرة إلى مانهاتن. وتدفقت بعد ذلك البضائع التجارية بمختلف أنواعها إلى نيويورك من الأراضي الزراعية الغربية وبدأت المدينة تنمو بسرعة لتصبح واحدة من أثرى وأقوى مدن العالم. ومع نمو المدينة، ازدهرت سوق البورصة فيها.

ففي الثلاثينيات من القرن التاسع عشر كان هناك نمو سريع في أسهم قطاع السكك

٢١ - ويرجع الفضل في ازدهار الحركة التجارية في ولاية نيويورك إلى الحاكم دو ويت كلينتون De Witt Clinton الذي عجل بناء قناة ايري المائية Erie Canal التي تمتد من مدينة بافلو Buffalo إلى مدينة الباني Albany وتم افتتاحها عام ١٨٢٥، فمنذ هذا التاريخ أصبحت مدينة نيويورك من أكبر المدن الاقتصادية في العالم وأكبر ميناء بحري تجاري.

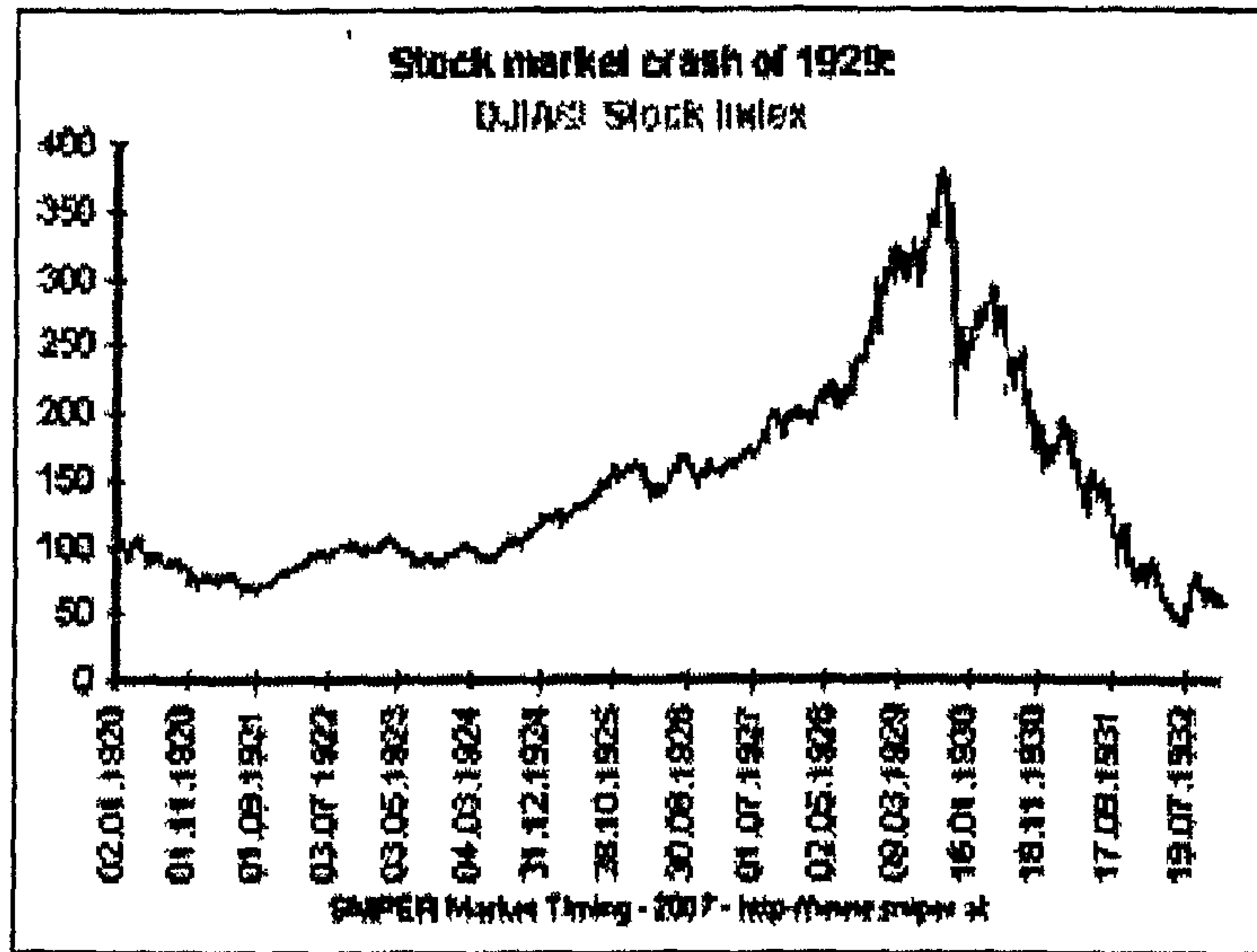
الحديدية التي انتشرت كشبكة عنكبوت في أنحاء الولايات المتحدة. وسارع المستثمرون العاملون في منطقة «وول ستريت المالية» بجنوب مانهاتن إلى تمويل العديد من صفقات الخطوط الحديدية التي فتحت الغرب الأمريكي الفسيح أمام عالم المال والأعمال، بمساعدة نظام الرسائل البرقية حديث النشأة. وجمع هؤلاء ثروات مهولة وازدهر الاقتصاد الأمريكي لعقود طويلة. واستمر هذا الازدهار الاقتصادي إلى العشرينيات من القرن المنصرم، الذي شهدت فيه الولايات المتحدة ثراء غير مسبوق، حيث غمرت الأموال البنوك والشركات الأمريكية الكبيرة. وقد أعيد توظيف جانب كبير من هذه الأموال في سوق الأسهم، مما جلب مزيداً من الانتعاش والازدهار إلى الاقتصاد.

وفي عام ١٩٢٩م، كان هناك ثروات جديدة تجمع في كل يوم في بورصة نيويورك، وأراد الجميع، من رؤساء البنوك إلى عمال الفنادق، أن يقتطعوا لأنفسهم جزءاً من هذه الوليمة الدسمة. وبفضل تسهيلات أنظمة التسليف، استطاع ذوو الدخول المتدنية شراء أسهم تأمينات مالية لا تتجاوز قيمتها ١٠ ٪، أي أنهم يدفعون ١٠٪ فقط من سعر الطلب لشراء الأسهم، حيث يتم تسليفهم بقية قيمة الصفقة بمعدلات فائدة تصل إلى ١٥ ٪. وبسبب هذه التسهيلات الائتمانية حلقت الأسعار في البورصة إلى مستويات مثيرة. وتهافت الجميع على شراء الأسهم ولم يدع سائقي التاكسيات وغيرهم، الفرصة تفوتهم وشرعوا يتاجرون بالأسهم لان المتطلبات كانت بسيطة جدا.



شارع وول ستريت

وانتشرت حمى البورصة كالنار في الهشيم وبحلول عام ١٩٢٩م، كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمسة أعوام، وعمّ إحساس بالأمان والمناعة في القطاع المالي الأمريكي. وفي ١٥ أكتوبر خرج الاقتصادي الشهير ايرفنج فيشر ليقول انه يتوقع: «ارتفاع سوق الأسهم كثيرا عما هي عليه اليوم في غضون بضعة أشهر» (خسر فيشر ٥ ملايين دولار وبيته في الكارثة التي أصابت السوق بعد ذلك). ولكن أجراس الخطر بدأت تقرع بعد ذلك. ففي ديسمبر ١٩٢٠م، كان متوسط قيمة مؤشر داو جونز في الأسهم الرئيسة ببورصة نيويورك ٦٦،٧٥ نقطة. وبحلول سبتمبر ١٩٢٩م، كان هذه القيمة قد ارتفعت بشكل صاروخي إلى ٣٨١،٧. كان عالم وول ستريت يعمل على أساس نظرية «الأحمق الأكبر» التي تفيد بأن المستثمر ربما يكون أحمقا إذا اشترى سهماً بمائة دولار، لكنه لن يكون كذلك إذا وجد شخصاً أكثر منه حماقة مستعداً لشراء السهم نفسه بـ ١١٠ دولارات. لقد كانت الأسعار مرتفعة بشكل غير طبيعي. وفي أوائل سبتمبر ١٩٢٩م، كتب روجر بابسون، الذي يعد إحدى نشرات أخبار سوق البورصة: «الانهيار» آت لا محالة عاجلاً أم أجلا، وربما يكون انهياراً رهيباً... يتمخض عن كساد اقتصادي خطير.

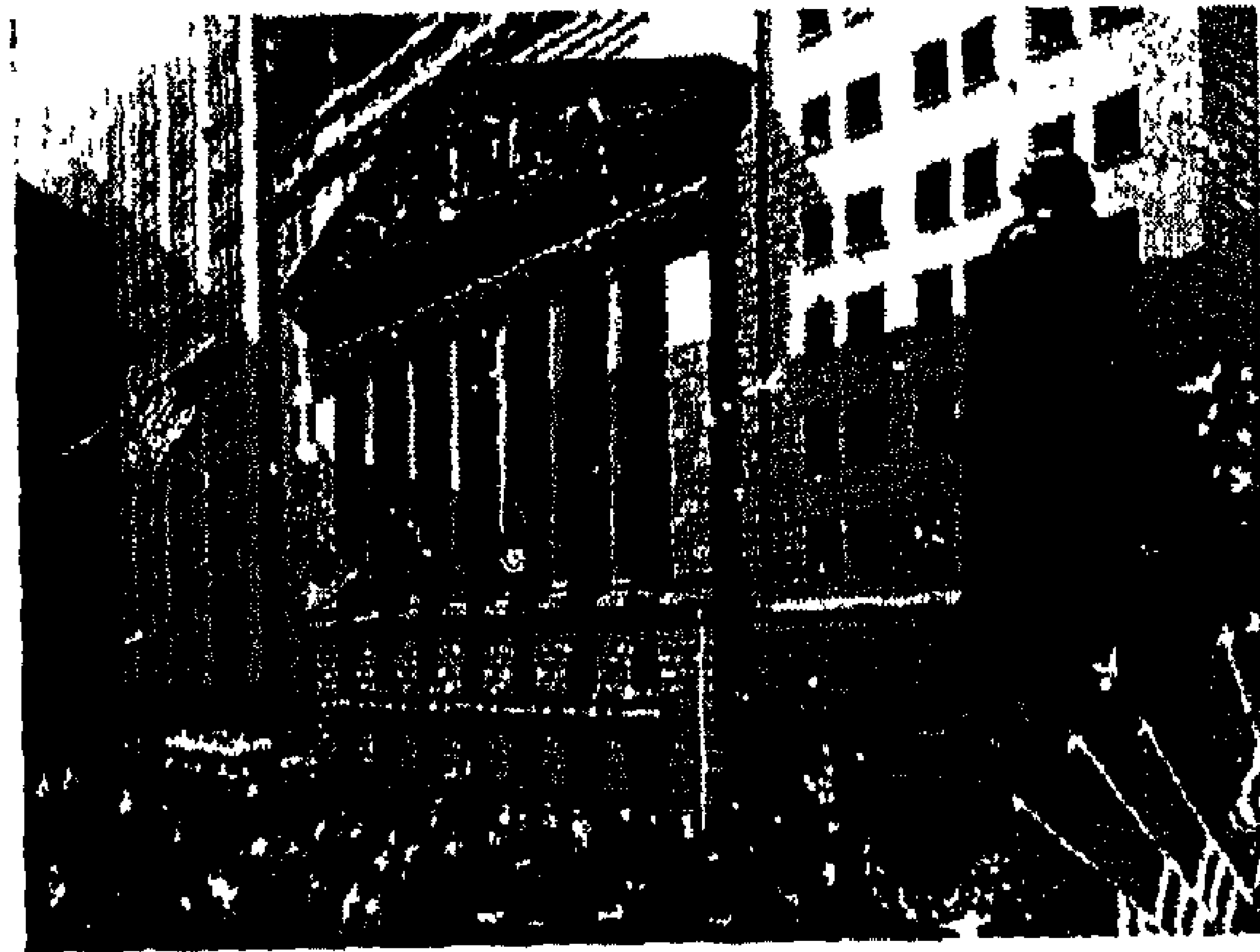


مؤشر داو جونز مصوراً الأزمة العالمية علم ١٩٢٩م

في بادئ الأمر تم تجاهل دوى صفارات الإنذار كتلك التي أطلقها الخبير المالي الدولي باول واربورج، الذي دعا إلى اتخاذ إجراءات قوية فورية لتفريغ فقاعة «وول ستريت» في الهواء. ومجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لم يفعل شيء سوى محاولات رقيقة لتهدئة

حماسة وسطاء وول ستريت في بداية ١٩٢٩م. لكن الجشع كان يعمي أبصار المستثمرين والوسطاء عن رؤية الخطر المحدق. فبدأت الأسعار بالهبوط في سبتمبر وأوائل أكتوبر وفي ١٨ أكتوبر هبطت السوق بشكل هائل ومفاجئ. لكن اليوم الأول من أيام الذعر الحقيقي كان ٢٣ أكتوبر عندما انتشرت شائعات مفادها أن فيضاناً في صفقات تحويل الموجودات إلى سيولة نقدية في طريقه إلى وول ستريت. فالمستثمرين الذين شهدوا ارتفاع قيم أسهمهم طيلة شهور استشعروا الكارثة الوشيكة وقرروا بيع أسهمهم. وتم بيع ستة ملايين سهم. وانخفض مؤشر داو جونز ٢١ نقطة. وازداد التهافت على البيع مع إقبال المزيد من المستثمرين على تحويل ممتلكاتهم في الأسهم إلى سيولة لسد ديون الائتمان المترتبة عليهم ودفع مستحقات الوسطاء الذين ضغطوا عليهم بعد انخفاض الأسعار. تواصلت الدوامة. وهبط الاقتصاد هبوط عنيفاً في اليوم التالي ـ الخميس الأسود ـ عندما بيعت وبأسعار زهيدة حوالي ١٣ مليون سهم في مختلف القطاعات والصناعات. هرعت المصارف وشركات الاستثمار بشكل مسعور لشراء الأسهم لإيقاف التدهور لكن بعد فوات الأوان.

وفي اليوم التالي اصدر الرئيس هربرت هوفر[٢٢] من البيت الأبيض بياناً يعلن فيه أن الاقتصاد الأمريكي متين في أساسه وجوهره. لكن عبثاً مضت كل المحاولات الدامية لاستدراك الوضع. ففي ٢٩ أكتوبر ـ الاثنين الأسود. تم بيع ٧٦ مليون سهم وانهارت الأسعار أكثر من قبل. وكتبت صحيفة (نيويورك تايمز) في عددها الصادر في ٣٠ أكتوبر: «انهارت أمس أسعار الأسهم مخلفة خسائر رهيبة تقدر بمليارات الدولارات. انه أسوأ يوم في تاريخ أسواق البورصة. والنتيجة انه ما بين ٢٩ أكتوبر و١٣ نوفمبر تبخرت ٣٠ مليار دولار من سوق بورصة نيويورك. واستغرق الأمر ٢٥ عاماً بعد ذلك. حتى استعادت بعض الأسهم قيمتها الأصلية.



بورصة نيويورك

٢٢ ـ الرئيس الأمريكي هربرت هوفر «١٩٢٩ ـ ١٩٣٣» هو أول من اشار إلى أن مشكلة الرأسمالية تكمن في الرأسماليين أنفسهم. حين قال أنهم «جشعون إلى ابعد الحدود».

ومع ذلك فان الاقتصاديين لا يزالون حتى الآن مختلفين حول أسباب انهيار وول ستريت في عام ١٩٢٩. إحدى النظريات الشائعة، التي يتبناها عدة اقتصاديين بارزين، مفادها أن أسعار الأسهم ارتفعت إلى مستويات تتجاوز بكثير قيمتها الحقيقية، فجاء الانهيار ليعيدها إلى المستويات المعقولة. لكن الباحثين المعارضين يقولون أن الدراسات على العلاقة بين عائدات الشركات وأسعار أسهمها تظهر أن الأسعار كانت ضمن الحدود المعقولة.

ويلقي اقتصاديون آخرون اللوم على ادولف ميللر، الرئيس الذي عين لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، والذي بدأ يحاول كبح لجام سوق البورصة. حتى أن البعض وجه أصابع الاتهام نحو الرئيس هوفر لإعلانه على الملأ أن سوق البورصة تزداد سخونتها عن الحد الطبيعي وأن أسعار الأسهم مبالغ فيها.


قاعة التداول ببورصة نيويورك

وبحلول عام ١٩٣٢م، كان مؤشر داو جونز قد انخفض إلى ٤١ نقطة فقط، وبلغت بذلك خسائر المستثمرين ٧٤مليار دولار، وانهار أكثر من ١١٠٠ مصرف أمريكي، بعد أن اصطف العملاء بالطوابير لتحويل ممتلكاتهم إلى سيولة نقدية لتغطية ديونهم ومصاريفهم في الأيام العجاف.

تلاشت الثقة بالاقتصاد الأمريكي، وارتفعت معدلات البطالة إلى ٢٥ ٪. ونمت مدن الأكواخ لتأوي المشردين الجدد في ضواحي معظم المدن الأمريكية. وأصبح البعض يطوفون في مرادم القمامة بحثا عن الطعام. لكن سرعان ما انتشر هذا الكساد الاقتصادي الأمريكي إلى أنحاء العالم كالفيروس المعدي.

وفــي عام ١٩٨٧م حدث الانهيار الاقتصادي الذي تسـبب في انهيار مؤشـر «الداو جونز الصناعي» بنسـبة ٢٣ ٪ في يوم واحد بعد تحقيق رقم سـيئ للعجز التجاري وارتفاع أسعار سندات البنوك. ويعتبر هذا الهبوط أكبر هبوط في تاريخ المؤشر.

وفي صيف ٢٠٠٧م حدثت أزمة الرهن العقاري التي تسـببت في إفلاس أهم المؤسسات المالية العالمية مثل «ليمان براذرز»، و«بير ستيرنز»، و«واشـنطن ميتيوال» ومازالت مستمرة في تداعياتها على العديد من أسواق المال في العالم حتى الآن.

الفصل الرابع

مدخل إلى البورصة الأمريكية

الفصل الرابع
مدخل إلى البورصة الأمريكية

المحتويات



« المبحث الأول

تعريف بالسوق الأمريكي

السوق الأمريكي للأسهم هو كغيره من الأسواق الأخرى للأسهم ولكنه - كما ذكرنا - يعتبر أكبر الأسواق المالية في العالم من ناحية السيولة والحجم والقطاعات وعدد المستثمرين.... الخ. وإلى جانب التصنيف التقليدي الذي يميز بين الأسواق القصيرة الأجل والأسواق الأخرى المتوسطة والطويلة الأجل في جميع أسواق المال في العالم. هناك أيضاً تصنيف آخر في الولايات المتحدة يميز بين الأسواق المتفاوض عليها والأسواق المنظمة. ففي حين أن الأولى تشتمل على جميع أشكال عمليات الإقراض التي تحدث بين البنوك وعملائها. فان الثانية تتميز بخاصية « لا شخصية العمليات » [٢٣] وكذلك بوجود وسطاء متخصصين على مستوى عالٍ من الكفاءة. يتمثل دورهم بتأمين الاتصال بين بائعي وشاري الأوراق المالية. هؤلاء الوسطاء الذين يُعرفهم السوق المالي بالـ Underwriters أو Brokers أو Dealers .. الخ.

ولا يمارس عدد كبير منهم نشاطه منعزلاً. إذ أنهم تابعون إلى « بيوت وكلاء صيرفة » وهذه البيوت تتعاون فيما بينها لكي تشكل بدورها أحياناً مجموعات أوسع تسمى « Securities Houses ». هذا ويقوم كل من الوسطاء الذين يعملون لحسابهم وكذلك بيوت وكلاء الصيرفة بإجراء كافة العمليات المتعلقة بالأوراق المالية سواء في السوق الأولي أي سوق الإصدارات بصفة « Investing Bankers» أو في السوق الثانوي أي سوق الصفقات أو العمليات بصفة « وكلاء صيرفة Brokerage Houses » .

سوق الإصدارات:

يعتبر سوق الإصدارات في الولايات المتحدة الأمريكية هو سوق غاية في التنظيم. وهذا ما يفسر ولو جزئياً اللجوء المتصاعد للمقترضين الأجانب إلى هذه السوق. ويكون إصدار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق القطاع العام وشركات القطاع الخاص.

٢٣ - كتاب البورصات والأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية ومالية - الدكتور وسام ملاك - دار المنهل اللبناني - مكتبة رأس النبع.

وبالنسبة للقطاع العام يكون عن طريق مصارف الاحتياط الفيدرالية المتخصصة والمصارف التجارية أحياناً. وتكون هذه الإصدارات سندات خزينة أو باقي سندات الدولة المصدرة من قبل الخزينة بالإضافة إلى الأوراق المالية الصادرة عن البلديات إلى جانب أجهزة القطاع العام العاملة في مجال الإقراض السكني أو الإقراض لأغراض زراعية .

أما بالنسبة لإصدارات الشركات الأمريكية للأوراق المالية فهذه العمليات يقوم بها بنوك الاستثمار Investment Banks والتي أنشئت منذ عام ١٩٣٣م. وهذه المؤسسات تقوم بشراء وتأمين وتوظيف الأوراق المالية الصادرة عن الشركة. وهي تلعب هذا الدور مقابل عمولة. وتتضمن إما الالتزام بالشراء البات أو الاكتفاء ببذل أقصى جهد Best efforts .

توظيف الأوراق المالية

تتم عملية توظيف الأوراق المالية بإحدى الطريقتين:

<u>الأولى</u>: التوظيفات العلنية أو العرض العلني Public offering الذي يتطلب النشر لمعلومات في غاية التفصيل تتعلق بالوضع المالي والاقتصادي للشركة المصدرة.

<u>الثانية</u> : التوظيف الخاص private placement لدى المؤسسات المالية الهامة وشركات التامين وصناديق التقاعد والبنوك عبر دوائرها لإدارة رؤوس الأموال الخاصة. وهذه الطريقة هي أكثر سرعة من التوظيف العلني لكنها تفرض في الغالب على الشركات المصدرة شروطا أكثر قسوة تهدف إلى حماية هيكلها المالي.

وتوظيف الأوراق المالية يحدث بكميات كبيرة لدى أجهزة الادخار المؤسساتية[٢٤] وشركات التامين investment trusts والعديد من الأجهزة الأخرى. وقد بدأ في السوق الأمريكي تواجد البلدان البترولية المسجلة أحياناً للفوائض. منذ عام ١٩٧٤م عن طريق قيامها بشراء القيم المتحركة الصادرة عن الدولة أو عن القطاع الخاص. على عكس الاستثمارات الأوروبية التي سارعت منذ بداية التسعينات للاستثمار في وحدات صناعية جديدة أو لحيازة شركات أمريكية وخصوصاً خلال حقبتي تدني الدولار(١٩٧٨ - ١٩٨١) أو أيضاً بدءاً من عام ١٩٨٣م حيث تم تغليب عامل الثقة بالدولار وإعادة انطلاق الاقتصاد الأمريكي على عامل الكلفة الباهظة للعمليات الناشئة عن تعاظم الدولار.

---

٢٤ - هناك العديد من مؤسسات الادخار في الولايات المتحدة الأمريكية. منها مؤسسات الادخار التقليدي مثل البنوك التجارية وصناديق الادخار التي يصل عددها إلى أكثر من ٤٥٠٠ صندوق (associations loan and saving - banks saving stock banks saving mutual) وهناك صناديق الإقراض المشترك المتخصصة في منح القروض الشخصية لأعضائها وتعتبر كأجهزة إقراض للاستهلاك. وهناك شركات التامين على الحياة وصناديق التقاعد وشركات الاستثمار

نظريات الاستثمار في الأسهم الأمريكية

تتميز نظريات الاستثمار في الأسهم الأمريكية بأن لكل منها ميزات وعيوبا وأن ما يميز نظرية النمو الاستثمارية هو العائد السنوي المرتفع وما يعيبها هو الخطورة المرتفعة، بينما يميز نظرية القيمة الاستثمارية انخفاض معدل الخطورة وما يعاب عليها هو انخفاض العائد السنوي.

ونستنتج من ذلك أنه لو استطاع المستثمر الجمع بين تلك النظريتين لاستطاع أن يحصل على نظرية تجمع العائد السنوي المتوسط بجانب خطورة الاستثمار المناسبة. وذلك ما أثبتته الإحصائيات التي استنتجت أنه بالجمع بين نظريتي الاستثمار من سنة ١٩٥٤م إلى سنة ١٩٩٤م عاد على المستثمر بعائد سنوي يقدر بحوالي ١٦,٧٤٪ وهو أقل من العائد السنوي لنظرية النمو الاستثمارية بنسبة١,٤٨٪ وأكثر من العائد السنوي لنظرية القيمة الاستثمارية بنسبة ٢,١٢٪. وتتوسط النظريتين بالنسبة لخطورة الاستثمار وذكرت الإحصائيات أن استثمار ١٠٠٠٠ دولار في سنة ١٩٥٤م أصبحت في عام ١٩٩٤م ٤٨٨٧٣٨٩ دولارا للمستثمر الذي جمع بينها.

وهناك طريقتان للجمع بين النظريتين وتعتمد الأولى على توزيع رأس المال المستثمر في الأسهم على النظريتين بحيث تكون لكل نظرية نسبة ٥٠٪ من رأس المال وهي طريقة تقليدية وجيدة للمستثمر الذي يصعب عليه إتباع الطريقة الثانية والتي تعرف بالجمع الحقيقي بين النظريتين في جميع الأسهم. بحيث تنطبق على هذه الأسهم معظم شروط النظريتين. وتوجد الكثير من الأسهم التي تراجعت إلى أسعار مغرية نتيجة تدهور الاقتصاد الأمريكي وفي نفس الوقت ما تزال هذه الشركات قادرة على النمو في المستقبل وباستطاعتها تخطي هذه الفترة بنجاح.

ولكن يجب أن تنطبق عليها أهم الشروط في كلتا النظريتين ومنها أن يكون سعر سهم الشركة في أقل مستوى يمكن أن يصل إليه السهم بحيث تصبح نسبة سعر سهم الشركة إلى الأرباح أقل من معدل نمو الشركة المستقبلي (GROWTH. P/E) وأن يكون سعر سهم الشركة الدفتري بالإضافة إلى قيمة اسم الشركة العالمي (يصعب تقديره) متساويا مع سعر سهم الشركة الحالي. وأن تكون لدى الشركة المقدرة على زيادة الأرباح والمبيعات. وأخيرا يجب أن تكون ديون الشركة طويلة المدى صفرا أو تتناقص بشكل ملموس.



بعض الميزات الموجودة في الأسواق الأمريكية

• الربح في حالة صعود السوق وانخفاضه :

من الشائع جدا في الأسواق العربية والناشئة عموما الربح في حالة واحدة وهي الشراء ثم البيع بربح معين ولكن في السوق الأمريكي لا يهم هذا بل أن فرص الربح في حال انخفاض السوق أكثر من حالة ارتفاعه . وعلى المستثمر لتحقيق الربح أن يحدد اتجاه السوق والسهم سواء صعودا أو هبوطا، فيمكنه في السوق الأمريكية أن يبيع سهم معين (يقوم باقتراضه من الوسيط بدون فائدة بشرط أن يكون رصيده كافي لتغطية عملية الشراء) ثم يقوم لاحقا بشرائه عندما ينخفض ، كما سنرى تفصيلياً) وعندها يكسب الفرق بين البيع والشراء وهذا ما يسمى short وعدم وجود هذا الخاصية في الأسواق العربية هي السبب الرئيسي للتذبذب الكبير والارتفاعات الكبيرة التي تعقبها انخفاضات قوية.

• تعدد مجالات الاستثمار :

تعدد مجالات الاستثمار في مجال كافة التخصصات. فسواء كنت طبيب مهتم بأجهزة الأشعة السينية أجهزة الليزر أو شاب تهتم بشركات المصنعة للسيارات أو طيار أو تاجر عقارات وتريد أن تستثمر بالمجال الذي تتخصص فيه ستجد في السوق الأمريكية ما يزيد عن ١٢٠ صناعة وأكثر من ١٥٠٠٠ شركة بإمكانك أن تعمل في مجال دراستك أو مجال اهتمامك ويوجد أكثر من ١٢٠٠٠ صندوق استثماري وصناديق ETF وصناديق HEDGE FUDD .

• التأمين على الأسهم :

يعتبر التأمين على الأسهم خاصية فريدة تتمتع بها السوق الأمريكية. فلنفرض انك تملك ١٠٠٠ سهم، سعر السهم ١٠٠ دولار وقيمة محفظتك ١٠٠٠٠٠ دولار . فعليك لتأمين محفظتك أن تقوم بشراء عقود تأمين على أسهمك وليكن بـ ١٠٠٠٠ دولار لمدة عام (المبلغ تقريبي ويزيد وينقص لأسباب كثيرة تتعلق بمدى تذبذب السهم) هذا العقد يضمن لك أن هناك من هو ملزم بشراء أسهمك الـ ١٠٠٠ بسعر ١٠٠ دولار خلال عام كامل وفي أي وقت تريد وعندها حتى لو فقد السهم ٩٩٪ من قيمته لن تزيد خسارتك عن ١٠٪ وهذه خاصية قوية يمكن تطبيقها في عدة استراتيجيات وبالطبع يمكن أن تؤمن على أسهمك لمدة شهر كفترة إعلان وبالطبع مبلغ التأمين يكون أقل ويتناسب دائما مع طول فترة التأمين أو تؤمن لمدة ٦ أشهر أو ٣ سنين على حسب هدفك وإستراتيجيتك.

• تعدد الخيارات :

الأسهم ليست الشيء الوحيد الموجود فقط في السوق الأمريكي بل أن الخيارات متاحة ابتداء من الأسهم مرورا بالسندات والصناديق الاستثمارية وأسهم المؤشرات بالإضافة إلى المشتقات كعقود الخيارات والعقود الآجلة على النفط والذهب وباقي المعادن والسلع . فالمجالات كثيرة أمامك ابتداء من شراء أسهم في الشركات العاملة في مجال تصنيع الذهب أو شراء عقود خيارات على هذه الأسهم أو شراء صناديق استثمارية مختصة بشركات الذهب أو أسهم قابضة على شكل مجموعة أسهم بسهم واحد وهناك العقود الآجلة للذهب وشراء الذهب مباشرة على شكل أسهم.

• الإعفاء من دفع الضرائب:

يعفى المستثمر الأجنبي من الضرائب على أرباحه الناتجة من الاستثمار في البورصة الأمريكية. هذا في الوقت الذي يقوم به الأمريكي بدفع ٣٥٪ من أرباحه على شكل ضرائب.

• الأمان :

يعتبر التلاعب في الأسواق الأمريكي من ضمن الجرائم الكبرى التي تتراوح العقوبة بها من ٣ إلى ٣٠ سنة من قبل المحاكم الفدرالية . وهيئة سوق المال الأمريكية من أقوى الهيئات وأنشطها على مستوى العالم وقراراتها ملزمة وصارمة . فعدم إفصاح أي شركة عن قوائمها المالية خلال مدة محددة يتم إيقاف التداول بها بعد أن تعطى إنذار ومن الشائع جدا أن يمنع مئات الأشخاص من كبار الشخصيات والمدراء التنفيذيين من العمل في شركة معينة بسبب تعارض المصالح. كما تقوم بمراقبة أكثر من ٧٠٠٠ محلل مالي وجميع شركات الوساطة.

» المبحث الثاني

البورصات في السوق الأمريكي

يوجد بالسوق الأمريكي هذه الأنواع من البورصات:

١ - بورصة نيويورك (NYSE)

٢ - البورصة الأمريكية

٣ - بورصة الناسداك (Nasdaq)

٤ - سوق الخارج over – the – counter securities market

(I)

بورصة نيويورك (NYSE)

بدأ المستثمرون بتداول الأسهم في بورصة نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية اعتبارا من عام ١٧٩٢م واستمر هذا السوق بالتطور إلى أن سجل رسمياً في عام ١٩٣٤م وكما أوضحنا أصبح منظمة غير ربحية في عام ١٩٧١م، وتحتل بورصة نيويورك New York Stock Exchange المركز الأول في العالم من حيث حجم العمليات والتأثير على باقي الأسواق الدولية. ففي بداية السبعينات كان حوالي ٢٠٪ من المقيمين في الولايات المتحدة يشتغلون بالبورصة (من بين كل ٤ بالغين كان هناك مساهم واحد في عام ١٩٧٢م) . ويوجد في نيويورك العديد من الأسواق:

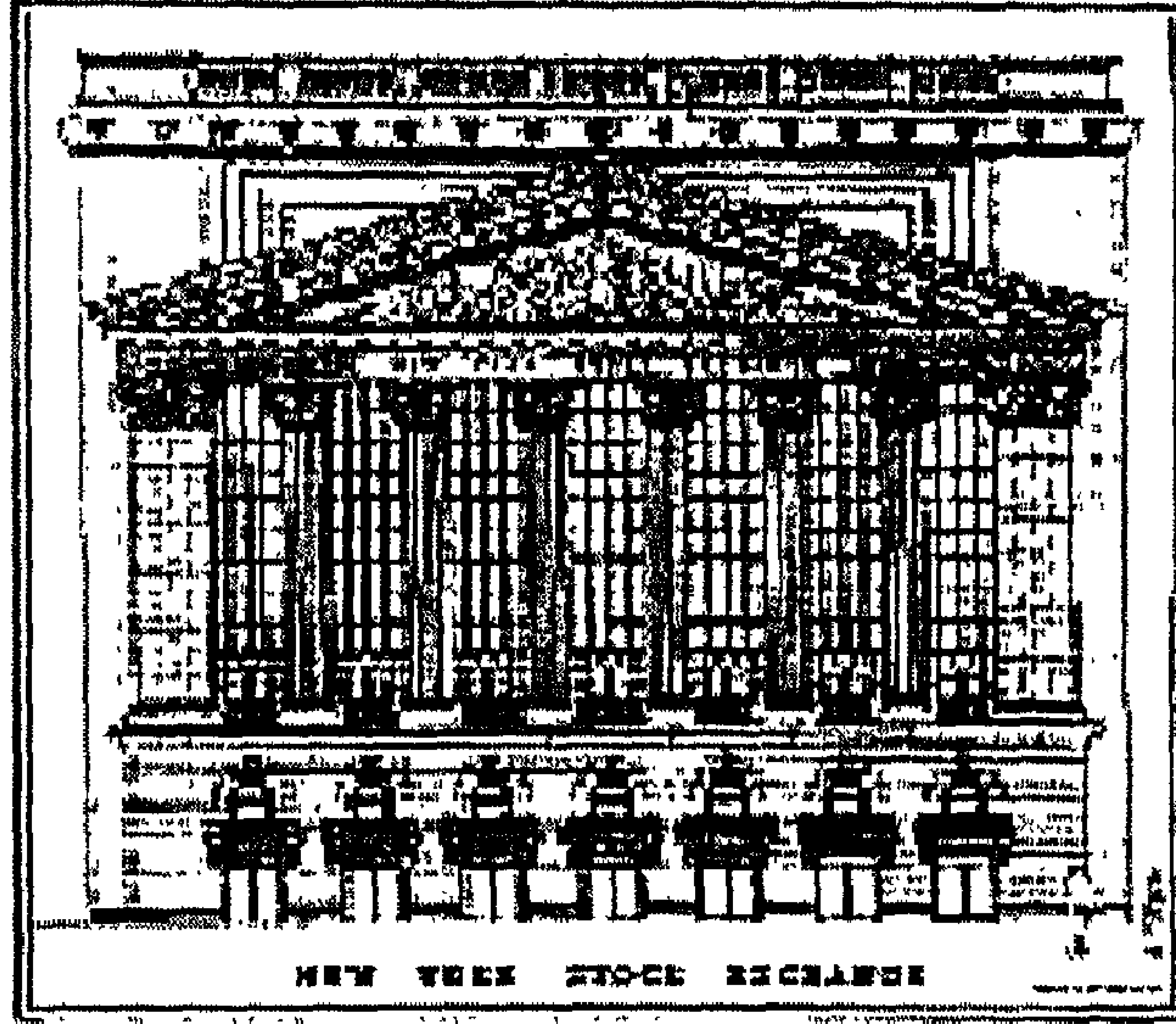
السوق رقم (١) هو سوق البورصات الرسمية : سوق وول ستريت wall street الذي تأسس في عام ١٩٧٢م . وسوق American stock exchange الذي تأسس في ١٨٤٩م، وسوق national stock exchange الذي يعود تأسيسه إلى عام ١٩٦٢.

السوق رقم (٢) هو السوق خارج التسعير over the counter.

السوق رقم (٣) وهو السوق الثالث third market: وهو جزء من السوق الخارج التسعير الذي تجري فيه خارج البورصة عمليات على أوراق مالية مسعرة وتحديدا على مجموعات كبيرة من الأسهم .

السوق الرابع : هو السوق الذي تجري فيه العمليات مباشرة بين المشتري والبائع من دون اللجوء لوسيط .

بالإضافة إلى ذلك هناك ١٢ بورصة محلية تتزايد أهميتها يوما بعد آخر وأبرزها بورصة شيكاجو Chicago وبورصة سان فرانسيسكو san Francisco.



واجهة بورصة نيويورك

ويعتبر سوق الـ new York stock exchange هو الأكثر شهرة لأنه يضم الجزء الأكبر من العمليات المنفذة في الولايات المتحدة، وتقبل فقط في هذا السوق القيم المتحركة من الدرجة الأولى أو blue chips.

وعند الدخول في سوق نيويورك والذي يستقبل يومياً أكثر من ثلاثة آلاف شخص من العاملين بالسوق، سوف يفاجأ الزائر بما يشاهده من تزاحم وفوضى وأصوات عالية في قاعته الكبيرة في انتظار دق الجرس الذي يعلن بدء التداول. وقد جاء تقليد دق جرس الافتتاح كعمل تتسم به بورصة نيويورك في أواسط التسعينيات، حيث كانت الشركات الكبيرة المتعاملة قد بدأت في الاستحواذ على العقارات الترفيهية، ومن ثم بدأت في جلب الممثلين المشاهير والمغنين والمشاهير الآخرين إلى البورصة لتسويق الأفلام والمنتجات الأخرى. ودائمًا ما تدعو بورصة نيويورك رؤساء الدول ومشاهير الرياضة كأمثال السباح العالمي مايكل فيليبس لضغط الزر الذي يشغل الأجراس النحاسية في قاعات التداول الأربعة. وقد جلب الازدهار في العطاءات العامة الأولية في أواخر التسعينيات عددا من المديرين التنفيذيين الشباب إلى منصة بورصة نيويورك وإلى مراسم الافتتاح والإغلاق في مقرات تايمز سكوير لبورصة الإلكترونيات نازداك.

ومع التوســع الكبير في تغطيات الأخبار المالية على CNBC ســي إن بي سي ومحطات التليفزيون والفضائيات الأخرى صار أكثر من مائة مليون مشــاهد. العديد منهم متعاملون بالبورصة، يشاهدون جرس افتتاح بورصة نيويورك كل يوم.

تنظيم بورصة نيويورك

بورصــة نيويــورك بقيت إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر مــن ١٣٠٠ عضو. تحولت في عام ١٩٧١ م إلى شــركة مســاهمة. أما القواعد التي تحكم عملها فقد بقيت غير محددة بدقــة حتى أزمة ١٩٢٩م لكي تصبح بعدهــا أكثر جمودا على أثر إنشــاء Securities and exchange commission وقــد بدأت هذه اللجنة بممارســة مهامهــا بعد أزمة ١٩٢٩ ، وهي تتمتع بسلطات تنظيمية ورقابية واسعة.

تتكــون مــن ١٣٦٦ عضــواً حاليــاً وبحكم أنشــطة أعضائهــا مجموعة مــن القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب ٢٦ عضواً لمجلس المديرين للإشراف علــى البورصــة ويقوم بالإدارة الفعليــة ١٢ عضواً فقط بالإضافة إلــى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة، وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم ١٢ فيطلق عليهم مديري عموم Public directors.

عضوية بورصة نيويورك

يشــار إلى عضويــة البورصة بالمقاعــد Seats وهي غير مجانية فلكــي ينضم أي فرد لعضويــة البورصــة في نيويــورك فانه يقوم بشــراء مقعد مخصص من عضــو خال. وهذا المقعد يســمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واســتخدام إمكانيــات البورصة، ويختلف سعر المقعد من عام إلى آخر وفقاً للعرض والطلب، فقد بلغ حوالي ٢,٥ مليون دولار في عام ٢٠٠٢م، وفي عام ٢٠٠٤م كان حوالي ١ مليون دولار فقط، وفي نوفمبر ٢٠٠٥م وصل إلى أعلى سعر له بلغ ٣,٥ مليون دولار.

وســعر المقعد هذا له دلالة على حركة الأســهم وإقبال الوســطاء والمتعاملين عليها، فكلما زاد السعر دل ذلك على إقبال كبير قائم أو قادم، ويلاحظ أن معظم بيوت السمسرة لها عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمســرة (عضوية مؤسسة member Firm). ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك السهم المسجل

Listed Security ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة، والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة المبدئية على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن.

وأعضاء wall street هم شخصيات مرموقة في السوق وبإمكانهم العمل أما فرديا أو متحدين فيما بينهم ضمن جمعيات أو منذ عام ١٩٥٣م ضمن شركات مساهمة. ويبلغ عدد أعضاء بورصة نيويورك ١٣٦٦ وهناك عدة أنواع من الأعضاء في بورصة نيويورك:

١ - السماسرة الوكلاء Brokers :

عددهم حوالي ٧٠٠ عضو كل منهم يحمل عضوية البورصة ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة Brokerage House ويتلقون الأوامر التي يبعث بها جمهور المتعاملين إلى بيوت السمسرة ويتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة، وهم يعملون لحساب جمهور المتعاملين متلقين عمولة منهم مقابل الخدمة المقدمة إليهم. كما يمكن أن يعمل هذا العضو تاجراً Dealer لحسابه الخاص. وعادة تدفع بيوت السمسرة رسم عضوية السمسار الوكيل كفرض للسمسار طالما كان يعمل لخدمتها. ويقتضي التمييز بين Commissions brokers الذين يعملون حصراً لحساب الجمهور والـ floor brokers أو Two Dollars brokers الذين يعملون فقط لحساب بيوت الأوراق المالية.

٢ - المتداولون Dealers :

وهم يعملون لحسابهم الخاص ومن ضمن هؤلاء يتوجب ذكر:

- تجار الطلبيات الصغيرة Odd lot dealers هم نوع من صغار dealers الذين ينحصر نشاطهم بالعمليات الواقعة على عدد من الأوراق المالية يبقى ادني من المقدار العادي المطلوب للتسعير وهو ١٠٠ ورقة مالية (سهم). وهذه الأوراق المالية تعرف بالـ odd lots أو Rumpus. ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة هي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

- تجارة المقصورة Floor traders : عددهم حوالي ٢٢٥ عضو ويسمى هؤلاء الأعضاء بالمضاربين Speculators وكذلك يطلق عليهم اسم التجار المسجلين Registered Traders ويشبهون سماسرة الصالة في دفع رسم العضوية الخاص، ويختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم الخاص . وليسوا على اتصال مع الجمهور ولا ينفذون أوامر لحساب أعضاء آخرين في البورصة. وعادة تتحقق أرباحهم نتيجة الاستفادة من التسعير غير المناسب (أي

وجود أسعار بها اختلالات) والذي يحدث بصورة مؤقتة نتيجة عدم التوازن في التعاملات داخل البورصة مما يسمح لهم بالشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع. ويطلق على تجارة المقصورة أسماء أخرى مثل صناع السوق المسجلين والمتنافسي registered competitive market makers أو التجار المتنافسين Competitive Traders أو التجار المسجلين Registered Traders.

- سماسرة المقصورة Floor brokers وعددهم حوالي ٤١ عضو ولا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه. بل يقدم الخدمة لمن يطلبها ويدفع رسم عضويته الخاص. وفي فترات الذروة يقدمون خدمات السمسرة للسماسرة الآخرين. ويقومون بمساعدة هؤلاء السماسرة الوكلاء عندما يصعب على الآخرين تنفيذ جميع الأوامر التي تتدفق عليهم ونظير ذلك فإنهم يشاركون السماسرة الوكلاء في العمولة المخصصة لهم.

٣ – المتخصصون Specialists:

يطلق مصطلح المتخصص أو الأخصائي Specialist على أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة أوارق مالية محددة. ويطلع المتخصص لوحده على سجل الأوامر المحدد للأوراق المالية التي يتعامل بها. ويتواجد في مكان يطلق عليه خانة التداول Trading Post ويقوم بمتابعة الأسهم لعدة شركات في وقت واحد. وهو نوع من الاحتكار. ويدفع المتخصص رسم العضوية. ويحدد مجلس المحافظين المكان المخصص الذي يعمل فيه كل متخصص Trading post. ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والتجارة. فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ المعاملات مقابل عمولة. كما أنه يشبه التاجر في أنه يعمل لحسابه الخاص. ويوجد حوالي ٦٠٠ متخصص يعملون لصالح ٢٢ شركة متخصصة في هذا المجال ومسجلة رسمياً في سوق نيويورك. ويعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم المستمر للبورصة. ففي حالة زيادة المعروض من ورقة مالية ما على المطلوب منها. يعمل المتخصص على تخفيض المدى أي هامش الربح(الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء spread) لجذب مشترين جدد. كما يبدي استعداده في الوقت ذاته لشراء كل ما يعرض عليه من ليضيفه للمخزون. وذلك في محاولة لتحقيق التوازن في السوق. وعندما يزداد المطلوب على المعروض يلجأ المتخصص لاستخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد , أو يرفع السعر (زيادة حجم المدى أو الهامش) الذي تباع به الورقة. وهو في ذلك ملتزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة. وهكذا يمكن القول أن سعر بيع أي ورقة مالية أو شرائها يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين.

ويمكن تحديد أهم مهام المتخصصون في مهمتين أساسيتين:

- عندما يعجز السمسار الوكيل عن تنفيذ « أمر محدود » بسبب أن سعر السهم السوقي الحالي أقل من السعر المحدد، فإن هذا الأمر يترك مع المتخصصين ليقوم بتنفيذه في المستقبل. وعندما يتم التنفيذ يحصل المتخصص على جزء من عمولة السمسار الوكيل ويحتفظ المتخصص بهذه الأوامر في كتيب الأوامر المحدودة Limit order book أو كتيب المتخصص Specialist´s book وتترك أيضاً أوامر الإيقاف Stop order book وأوامر الإيقاف المحدودة Stop limit orders مع المتخصص والتي يسجلها في نفس الكتيب وبهذه الصورة فان المتخصص يقوم بدور الوكيل لسمسار العميل أو بتعبير آخر يعمل كسمسار للسمسار.

- يقوم المتخصص أيضاً بدور التاجر Dealer في أسهم محددة بذاتها (بصورة خاصة في تلك الأسهم التي يعمل فيها كسمسار) وهذا يعني قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص ويحقق من ورائها ربح مناسب. وتتوقع بورصة نيويورك من المتخصص عند قيامه بدور التاجر أن يحافظ على شكل السوق (بحث تكون السوق عادلة ومنظمة Fair and orderly market) بالنسبة للأسهم التي يعمل فيها كمتخصص (فقد قاموا بلعب دور ايجابي في سبيل استقرار الأسواق عام ١٩٥٥م بعد الأزمة القلبية التي أصابت Eisenhower مشترين ربع الأسهم المعروضة، أو أيضا في عام ١٩٦٧م بعد اندلاع الحرب في الشرق الأوسط) وفي جميع الأحوال يكون دورهم هو حماية الجمهور أثناء فترات عدم التوازن الحاد بين العرض والطلب. وهذا يعني أن البورصة تتوقع منه أن يستخدم ميكانيكية الشراء والبيع عندما يظهر « عدم توازن مؤقت » بين أوامر البيع والشراء.

ومما سبق يتضح أن المتخصصين يتواجدون في قلب عمليات التداول في البورصة، وقد تم توزيع جميع أسهم نيويورك على المتخصصين بحيث يتعامل كل متخصص في واحد أو أكثر من الأسهم التي يتم تداولها (بمعنى عدم اشتراك أكثر من متخصص واحد في سهم واحد).

ومن القواعد المتفق عليها ضرورة أخذ جميع الأوامر الخاصة بالسهم الذي يتعامل فيه المتخصص إلى المكان المخصص له Trading Post والي يتواجد فيه خلال جميع ساعات عمل البورصة، وفي هذا المكان يتم تنفيذ الأمر أو تركه للمتخصص ليسجله في الكتيب.

شروط التسجيل في بورصة نيويورك

هناك عدة شروط لتسجيل الشركات وإدراجها في بورصة نيويورك ، منها شروط عامة وأخرى شروط خاصة :

الشروط العامة:

تتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في الآتي :

- أن يكون للشركة مكانها على المستوى القومي.

- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع متميز.

- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

الشروط الخاصة:

هناك مجموعة الشروط الخاصة للتسجيل المبدئي والتي يمكن إجمالها في الآتي:

- إما أن لا يقل الربح قبل الضريبة في آخر سنة ما عن ٢,٥ مليون دولار كما أن الربح بعد الضريبة في السنتين قبل هذه السنة الأخيرة يجب أن يكون ٢ مليون دولار على الأقل.

- الحد الأدنى لقيمة الأصول الملموسة ١٨ مليون دولار

- ألا يقل عدد الأسهم المتداولة عن ١١٠٠٠٠٠ سهم وبحد أدنى لإجمالي القيمة السوقية يبلغ ١٨ مليون دولار.

- **يجب توافر الشرطين التاليين :**

١- أن يوجد ١٢٠٠ مساهم على الأقل يملك كل منهم ١٠٠ سهم على الأقل.

٢- أن يوجد ٢٢٠٠ مساهم على الأقل بمتوسط حجم تداول شهري ١٠٠٠٠٠ سهم على مدى الستة شهور الأخيرة.

وإذا تم قبول تسجيل الشركة فانه يقع على عاتقها أن تدفع رسوماً سنوية معينة كما تلتزم بتوفير معلومات محددة للعامة.

العمليات في إطار بورصة نيويورك

بورصة نيويورك كما أوضحنا هي أكبر سوق لتبادل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث تعاملاتها بالدولار، وثاني أكبر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، حيث اجتازتها سوق «ناسداك» عام ١٩٩٠م، ولكن القيمة السوقية للشركات المدرجة أو ما يعرف بالرسملة السوقية، فهي أكبر بخمسة أضعاف عن الشركات المدرجة في سوق «ناسداك». وتضم بورصة نيويورك أسهماً لـ٢٧٦٤ شركة (مقابل نحو ٣٢٠٠ في بورصة ناسداك)، وقيمة سوقية إجمالية لأسهم الشركات فيها بنحو ٢٨ تريليون دولار بنهاية ٢٠٠٨م. وتمثل تقريباً قيمة مجموع الأسهم المتداولة في وول ستريت عشرة أضعاف قيمة تلك التي تتداول في لندن أو أكثر من عشرين ضعف قيمة تلك التي تتداول في باريس، وكان قد ارتفع حجم الأسهم المتبادلة يوميا من ٧٥١٠٠٠ سهما في عام ١٩٤٠ إلى ١٩٨٠٠٠٠ سهما في عام ١٩٧٠م و٤٤٩٨٠٠٠٠ سهما في عام ١٩٨٠م.

وقد اندمجت مجموعة بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية يورونكست لتشكيل NYSE Euronext، والتي أصبحت بذلك أول سوق عالمية للأوراق المالية، وتحتوي بورصة نيويورك على مؤشرات عدة لقراءة القطاعات الاقتصادية - كما سنرى لاحقاً - كمؤشر «الداو جونز الصناعي» لأكبر ٣٠ شركة صناعية أمريكية، ومؤشر S&P ٥٠٠، أو «ستاندرد أند بورز» لأكبر ٥٠٠ شركة مالية أمريكية.

التداول في بورصة نيويورك

وفقاً للطريقة التقليدية المتبعة في سوق نيويورك ، فانه عند وصول أوامر البيع والشراء إلى السوق يقوم الوسيط بأخذ الأمر من الطابعة والاتجاه إلى خانة التداول الخاصة بالشركة المعنية ومن ثم يقوم بالاستفسار من الأخصائي عن السعر الحالي للسهم، وعادة تكون هناك شاشة اليكترونية إلى الأعلى من خانة التداول توضح السعر الحالي لكل سهم يتم تداوله في هذه الخانة، ولكن ممثلي الوسطاء والأخصائيين غالباً يصيحون بصوت عال للفت أنظار الحضور والبحث عمن لديه سعر أفضل من السعر الحالي، يطلق على خاصية اكتشاف السعر بهذه الطريقة بنظام النداء المفتوح Open Query System وتعتبر الطريقة المثالية للحصول على أفضل سعر، وبعد إنهاء كل صفقة يقوم كل من المتخصص ووسيط البائع ووسيط المشتري بإدخال تفاصيل الصفقة بالحاسب الآلي الخاص بكل منهما.

وبالرغم من أن سوق نيويورك يستخدم نظاماً آلياً عن طريقه يتم إيصال الأمر إلى

المتخصص بدون التدخل من قبل ممثل الوسيط. إلا أن الطريقة اليدوية لازالت تمارس في سوق نيويورك خصوصاً عندما يكون عدد الأسهم كبيراً.

لم تكن تشتمل بورصة نيويورك على سوق آجل ، وكانت كل العمليات بها يجب أن تسدد خلال الأربعة أيام التالية التي تمارس فيها البورصة نشاطها. لكن على الرغم من ذلك فهذا لم يمنع من حدوث المضاربة دون تغطية بواسطة الإقراض.

في عملية الشراء دون تغطية margin buying يقوم الـ broker بإقراض المستثمر جزء من قيمة العملية. وذلك لأجل بيع أيضا دون تغطية short sale وكان الـ broker يقوم بإحضار الأسهم وتسليمها لحساب المستثمر. وفي كلتا الحالتين كان يتوجب على المستثمر تكوين تغطية margin يتحدد معدلها من قبل الـ Federal reserver board (Fed) بنك الاحتياط الفيدرالي، لأن المصارف هي التي كانت توفر السلف للـ Broker. فيما بعد وبدءاً من عام ١٩٧٥ تطورت وبسرعة مذهلة كافة الأسواق للأجل. وكانت الأساسية منها توجد في شيكاجو أكثر مما هي في New your future exchange.

أما العمليات لأجل التي كانت مقبولة فيما مضى فهي العمليات مقابل علاوة أو الخيارات كما سنرى تفصيلياً.

الأوامر الكبيرة والصغيرة

قامت بورصة نيويورك بتطوير أساليب وإجراءات خاصة لكل من الأوامر الصغيرة والروتينية وكذلك للأوامر الكبيرة للغاية.

وتعرف الأوامر الصغيرة بأنها تلك الأوامر التي تتضمن ٢٠٩٩ سهماً أو أقل ويتم التعامل فيها عن طريق النظام الإليكتروني Super Designated order Turnaround والذي يسمى اختصار Super Dot أو Dot ولاستخدام هذا البرنامج فان بيوت السمسرة تدفع رسوم اشتراك. وفي ظل هذا النظام، يقوم مكتب نيويورك أو بيت السمسرة بإرسال أمر العميل مباشرة إلى المتخصص والذي يقوم بتنفيذه بصورة فورية مع إرسال رسالة تأكيد إلى بيت السمسرة بمجرد التنفيذ.

أما الأوامر الكبيرة والتي تتضمن ١٠٠٠٠ سهم أو أكثر فيطلق عليها اسم بلوكات Blocks وعادة يتم إصدار هذه الأوامر بواسطة مؤسسات كبيرة (وفي حالات محددة يصدرها

أفراد) وهناك عدة بدائل إجرائية لتنفيذ مثل هذه الأوامر وإحدى الطرق المستخدمة لتنفيذ أوامر البلوكات هو أخذها مباشرة للمتخصص والتفاوض معه على السعر.

وعل كل . إذا كان حجم البلوك كبيراً للغاية فانه من المرجح أن يخفض المتخصص من سعر البيع Bid Price وذلك في حالة أوامر البيع أو أن يرفع من سعر الشراء Asked price وذلك في حالة أوامر الشراء، ويطلق على هذا الإجراء اسم « شراء البلوك للمتخصص » أو « بيع البلوك المتخصص» على حسب ما إذا كانت العملية هي عملية شراء أو عملية بيع Specialist block purchase or Specialist block Sale).

وهناك إجراء آخر يمكن استخدامه في حالة البلوكات الكبيرة وهو التوزيع التبادلي Exchange Distribution وذلك في حالة أوامر البيع أو « الاستحواذ التبادلي» Exchange Acquisition وذلك في حالة أوامر الشراء.

وهنا يحاول بيت السمسرة أن ينفذ الأمر عن طريق توفير عدد كاف من الأوامر المقابلة Offsetting orders من عملائه، ويقوم بائع أو مشتري البلوكات بدفع جميع تكلفة السمسرة ويقع سعر التعامل داخل نطاق سعر الشراء الأقصى أو البيع الأدنى Current bid and asked prices والحددان بواسطة المتخصص، وهناك إجراء مشابه يعرف باسم العرض الخاص Special offering وذلك لأوامر البيع، أو الطلب الخاص Special bid وذلك بالنسبة لأوامر الشراء وفيه يترك لبيوت السمسرة البحث عن أوامر مقابلة أو مناظرة من عملائها.

وهناك أسلوب آخر لبيع البلوكات الكبيرة وهو ما يطلق عليه اسم التوزيع الثانوي Secondary Distribution وفيه يتم بيع الأسهم بعيداً عن البورصة وذلك بعد إقفال تداول الورقة فيها، وذلك بصورة مشابهة لبيع الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية، وهنا لابد أن تعطي البورصة الموافقة على مثل هذا التوزيع ويحدث ذلك عندما يتضح عدم قدرة عمليات التداول العادية على استيعاب هذا الحجم الكبير من الأسهم.

وأخيراً فان أكثر الوسائل شيوعاً في تداول البلوكات الكبيرة هي ما يطلق عليه اسم « سوق تاجر الطابق العلوي » Upstairs dealer market وهنا يتم استخدام « بيوت البلوكات» Block Houses التي تتعامل مع الأوامر الكبيرة وتحقق أفضل الأسعار لهذه الأوامر.

ويحدث ذلك لأن بيت البلوكات بمجرد أن يتلقى التكليف من إحدى المؤسسات يقوم

بإجراء الاتصالات اللازمة لتوفير الشركاء ، ربما بينهم بيت البلوكات نفسه الذين يقومون بتنفيذ الطرف الآخر من عملية التبادل (شراء أو بيعاً حسب الحالة). وبعد ذلك يتم التفاوض بين المؤسسة التي أصدرت الأمر وبين هؤلاء الشركاء للتوصل إلى السعر المقبول. فإذا تم الاتفاق على السعر[٢٥] تعرض الأسهم على مقصورة البورصة Crossed on Exchange Floor بمعنى إعطاء الفرصة للمتخصص لمقابلة الأوامر المحددة المدرجة في كتيب المتخصص وبسعر البلوك المتفق عليه.

الأوامر المصدرة

تتعدد أشكال الأوامر المعطاة ويمكن أن تكون على الأوجه التالية:

- **الأمر بالأفضل** Order at the market هذا الأمر يجب أن ينفذ بأفضل سعر ممكن

- **الأمر المحدود** Limit Order وهذا الأمر يشير إلى سعر شراء أعلى أو سعر بيع أدنى لا يجب تجاوزه وهو الأكثر استخداما.

- **الأمر بالتوقف** Stop order هذا النوع من الأوامر يهدف إلى الحد من الخسائر أو إلى حماية الأرباح والأمر بالشراء أو بالبيع يصبح أمرا بالأفضل فور وصول سعر السهم إلى السعر المحدد من قبل المشتري أو البائع.

وهناك أشكال مختلفة من الأوامر الأخرى الأقل استخداماً.

التمييز بين العمليات

كذلك يتم في بورصة نيويورك التمييز بين العمليات « بأرقام مدورة « والعمليات « بكميات مفردة» ففي الحالة الأولى تجري العمليات على كل مئة ورقة مالية في نفس الوقت. أما في الحالة الثانية فتجري العمليات على كميات أقل.

أي أن أمرا بالشراء أو بالبيع لـ ١٣٧ ورقة مالية يتجزأ بين أمر على ١٠٠ ورقة « بأرقام مدورة» Round lot وأمر على ٣٧ ورقة «بكميات مفردة « Odd lot أي على جزء من المائة. وهناك كما ذكرنا وكلاء خاصون يجرون العمليات على الـ Odd lots وهذا الجزء الأخير على درجة من الأهمية سواء من حيث عدد العمليات أو من حيث عدد الأسهم المتداولة.

---

٢٥ - إذا لم يتم الاتفاق على السعر يمكن للمؤسسة أن تعرض الأمر على بيت بلوكات آخر.

كذلك يشار إلى تداول متصاعد لكتل من الأسهم ، أي لكميات تتضمن عشرة آلاف سهم على الأقل. حيث تنفذ أوامر الشراء أو البيع لحساب مؤسسات مالية كبيرة الحجم. ومن اجل عدم الإخلال بتوازن السوق فقد وضعت قيد الاستخدام تقنيات عديدة يتدخل غالبا بواسطتها الـ specialists كما أوضحنا.

كما انه وبعد انقضاء عدة دقائق على إصدار الأمر يدرك المستثمر ما إذا كان الأمر قد نفذ وبأي سعر تم ذلك سواء في الولايات المتحدة أو في الخارج. فالمعلوماتية أدت إلى تطور مذهل في هذا المجال وجرى ربط البورصات الأمريكية الخمس الكبرى من خلال سوق مركزي (Pacific stock exchange - New York - Philadelphia - Boston - American)

(٢)

البورصة الأمريكية

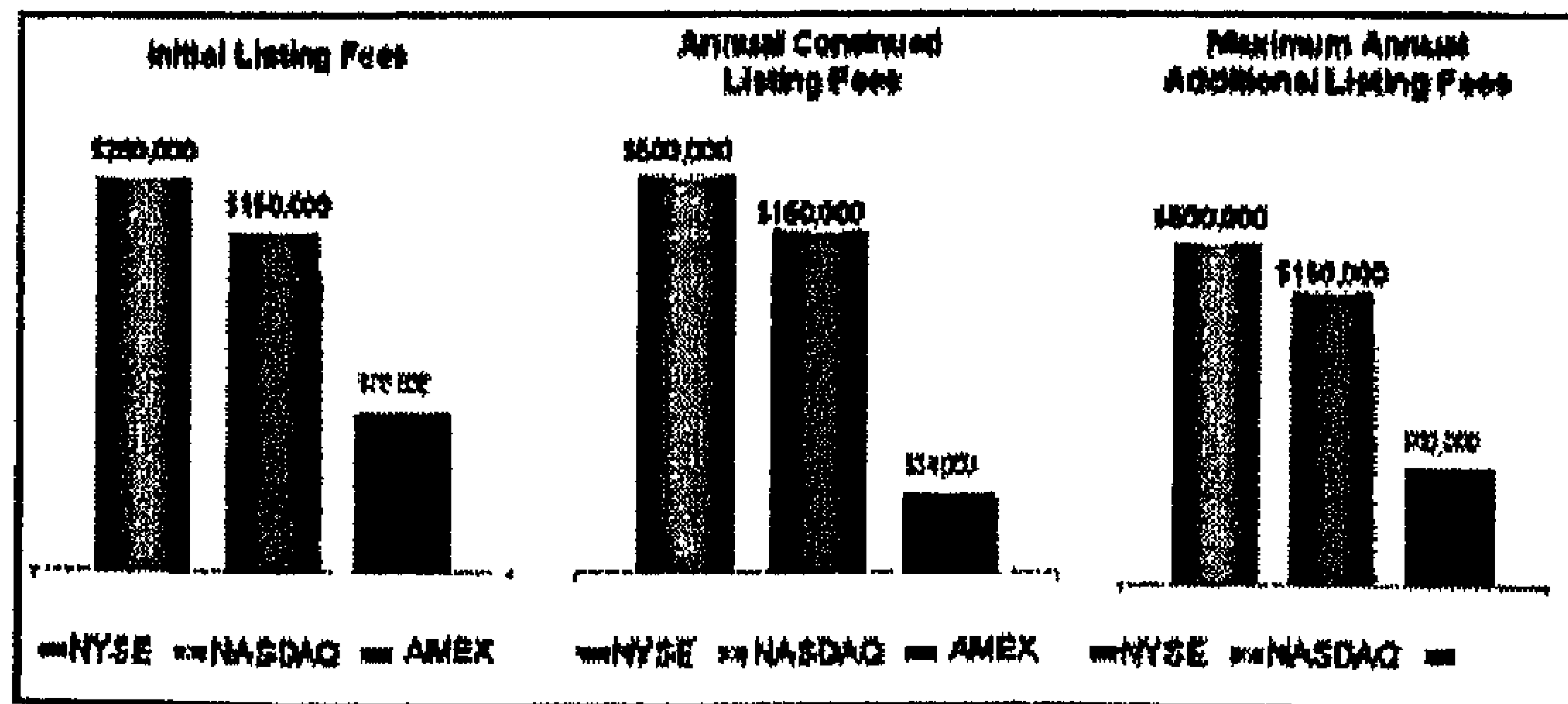
American stock Exchange

(AMEX)

تأتــي البورصـة الأمـريكـية فــي المرتبة الثانية بعــد بورصة نيويورك ويعمــل الاثنان علـى المســتوى القـومي ولـكـنها لا تقـوم بنفس الدور الذي تقـوم به بورصة نيويورك. فلقبول إدخال ورقة مالية للتســعير تفرض البورصة الأمريكية شـــرطا اقل تعقيدا. فالمشروع الذي يمر في مرحلــة نمو ويظهر هيكلية مالية متينــة مترافقة مع آفاق جيدة للربح له الحق في الدخول إلى هذا السوق. وتشــجيعاً لهذه المشروعات فان كلفة التسجيل من أجل التسعير بقيت متدنيــة بالمقارنــة مع ما هو ســائد في بورصة نيويــورك. وبذلك فان العديد من الشـــركات يكتفي بالتســعير في البورصة الأمريكية وهذا يعتبر بالنســبة إلى تلك الشركات نوع من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك.

كذلك فان بعض القيم غير المســعرة يمكن أن تتداول أيضا في هذا السوق وعلى عكس بورصة نيويورك فان أوامر البورصة تصدر خصوصا عن أشخاص طبيعيين.

أخيرا أن عدد كبير من وكلاء الصيرفة يتبعون تالى شركات هي أيضا أعضاء في بورصة نيويــورك وهؤلاء الأعضاء يتوزعون بــين broker و floor trader و specialists الذين من ضمن مهامه يقومون بلعب دور Odd - lot Dealer في بورصة نيويورك.



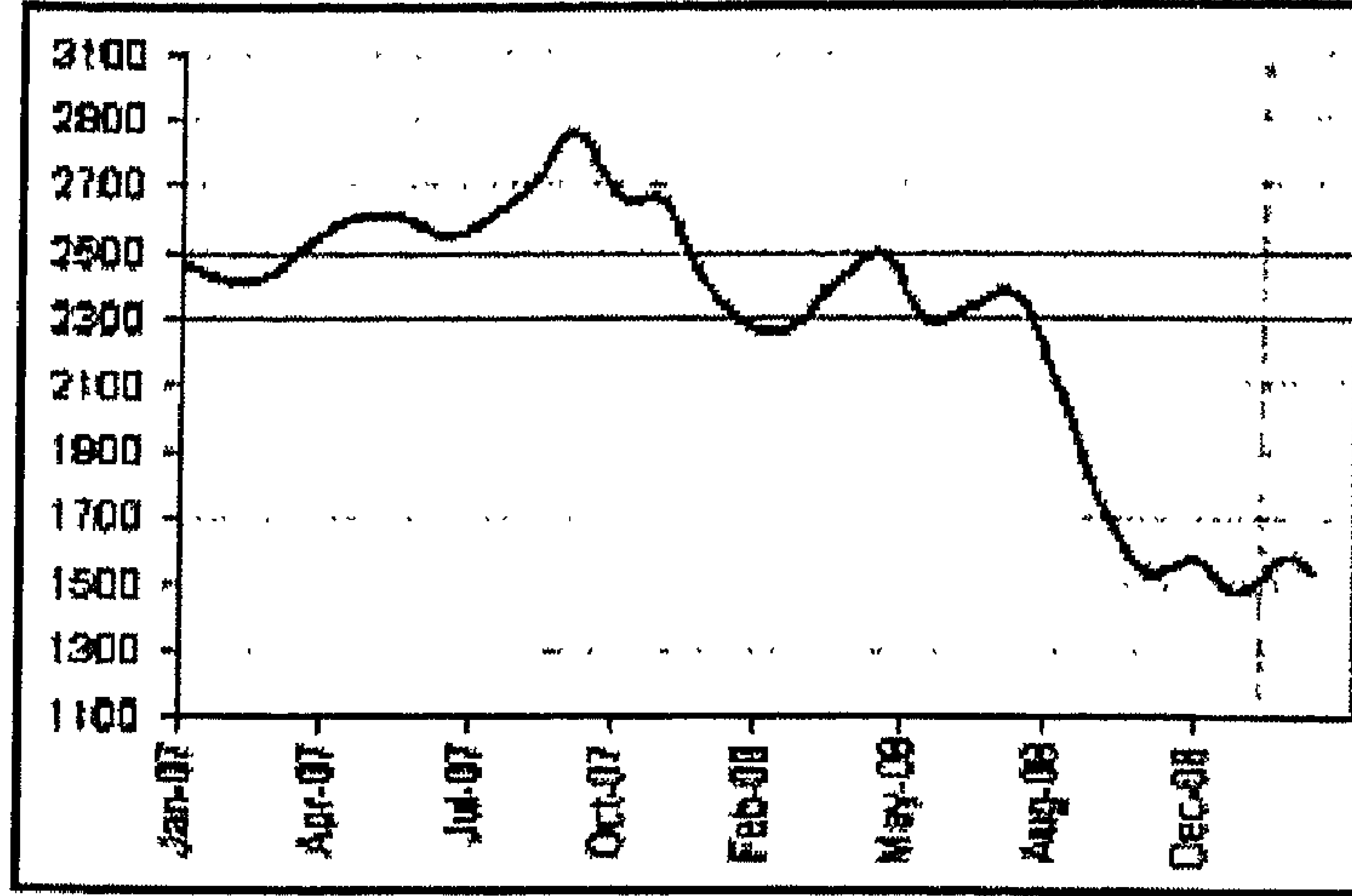
;American Stock Exchange, Nasdaq, New York Stock Exchange, Bloomberg

(٣)
بورصة الناسداك
Nasdaq

بـدأت بورصـة ناسـداك National Association of Securities Dealers Automated Quote أعمالها في عام ١٩٧١م كوسيلة لتنظيم تداول أسـهم الشركات الكثيرة التي لم تحظ بفرص التسجيل في سوق نيويورك الشهير، حيث كانت أسهم هذه الشركات تباع وتشتري عن طريق صناع السوق فيما يعرف بسوق من على الكاونتر Over - the - counter.

وعند إنشاء سوق NasDaQ للتداول الإلكتروني والذي تتولاه الجمعية الوطنية لبائعي الأسهم NASD أصبح هذا السوق بلا كاونتر، بل أن هذا السوق لا يوجد بشكل كيان عمراني على الإطلاق كما هو الحال في سوق نيوريورك.

وسوق ناسداك وهي البورصة الأمريكية الإليكترونية لها شروط قوية لانضمام الشركات لها كما أنها تتخصص بالشركات ذات العلاقة بالتكنولوجيا أكثر، فهي عبارة عن عدد كبير من صناع السوق Market Makers الذين هم سماسرة ووكلاء بنوك استثمار وغيرهم من المهنيين العاملين في الأسواق المالية والمتواجدين في أماكن مختلفة حول الولايات المتحدة. ويتجاوز عدد صناع السوق في سوق ناسداك الـ ٥٠٠ ويستخدمون أجهزة الحاسب الآلي للارتباط بشبكة تداول الأسهم الخاصة بجمعية NASD والتي من خلالها يتم عرض أسعار الأسهم وإتمام عملية البيع والشراء. وتوجد هذه الحاسبات الرئيسية لسوق ناسداك في ولايات كوناتيكات Trumbull,CT وتوجد لها أجهزة Back Up في ولاية ماريلاند Rockville,MD.



مؤشرNASDAQ Composite Stock Index

تنظيم بورصة ناسداك

يضم هذا السوق أسهم نحو ٥٠٠٠ شركة، وهو بذلك أكبر من سوق نيويورك من حيث عدد الشركات وأقل منه بالنسبة للقيمة السوقية Market Capitalization. ولكل سهم يوجد العديد من صناع السوق قد يصل إلى أكثر من مائتي صانع سوق لبعض الشركات الكبيرة كشركة إنتل Intel وشركة سيسكو Cisco. ويزداد وينقص هذا العدد حسب الإقبال على الشركة من عدمه، فقد يكون العدد كبيراً في الأيام القليلة التي تعقب الطرح الأولي لأسهم بعض الشركات، ويتناقص في حال هبوط الشركة وابتعاد المستثمرين عنها.

ووفقاً لقانون ناسداك يجب أن يكون هناك على الأقل اثنان من صناع السوق لكل سهم وتشير بعض الدراسات إلى أن متوسط عدد صناع السوق يتراوح ما بين اثنين إلى عشرة. ويشترط نظام ناسداك على صانع السوق إدخال أوامر شراء وبيع بشكل مستمر وبكمية لا تقل عن ١٠٠ سهم أو ٥٠٠ سهم حسب طبيعة السهم، حيث يشترط النظام حالياً فيما يخص الأسهم الصغيرة ألا تقل الكمية المعروضة والكمية المطلوبة التي يلتزم بإظهارها صانع السوق عن ١٠٠ سهم إذا كانت كمية التداول اليومية في المتوسط أقل من ١٠٠٠ سهم، وسعر السهم أكثر من ١٠ دولارات وما عدا ذلك من الأسهم يجب ألا تقل الكمية عن ٥٠٠ سهم، وفي الأسهم الكبيرة يجب ألا تقل الكمية عن ١٠٠٠ سهم.

ولقد انضم سوق ناسداك للسوق الأمريكي في عام ١٩٩٨م وتم تكوين شركة فيما

بينهما لمتابعة السوقين وأدائهما مع بقاء كلا السوقين بشكلهما الحالي، أي أن هذا التغيير لا يؤثر على التعامل في السوقين. ويبقى سوق ناسداك سوقاً اليكترونياً مكوناً من صناع السوق، ويبقى السوق الأمريكي سوقاً مركزياً يعتمد على دور المتخصص مثل سوق نيويورك.

و ينقسم سوق ناسداك إلى قسمين:

الأول: سوق الأسهم الصغيرة Nasdaq Market Small Cap .

الثاني: سوق ناسداك الوطني للأسهم Nasdaq National Market ويضم السوق الثاني هذا أكبر الشركات في ناسداك.

ومن ناحية تسجيل الشركات في سوق ناسداك الوطني فان شروطه تعتبر إلى حد ما صارمة، لذا نجد بشكل عام أن الأسهم المتداولة في سوق ناسداك الوطني بمعنى أن هذه الشركات قد اجتازت شروط التسجيل والمحافظة على مكانها في ناسداك، وبالطبع هذا لا يضمن أداء الشركة ولا نزاهة القائمين عليها.

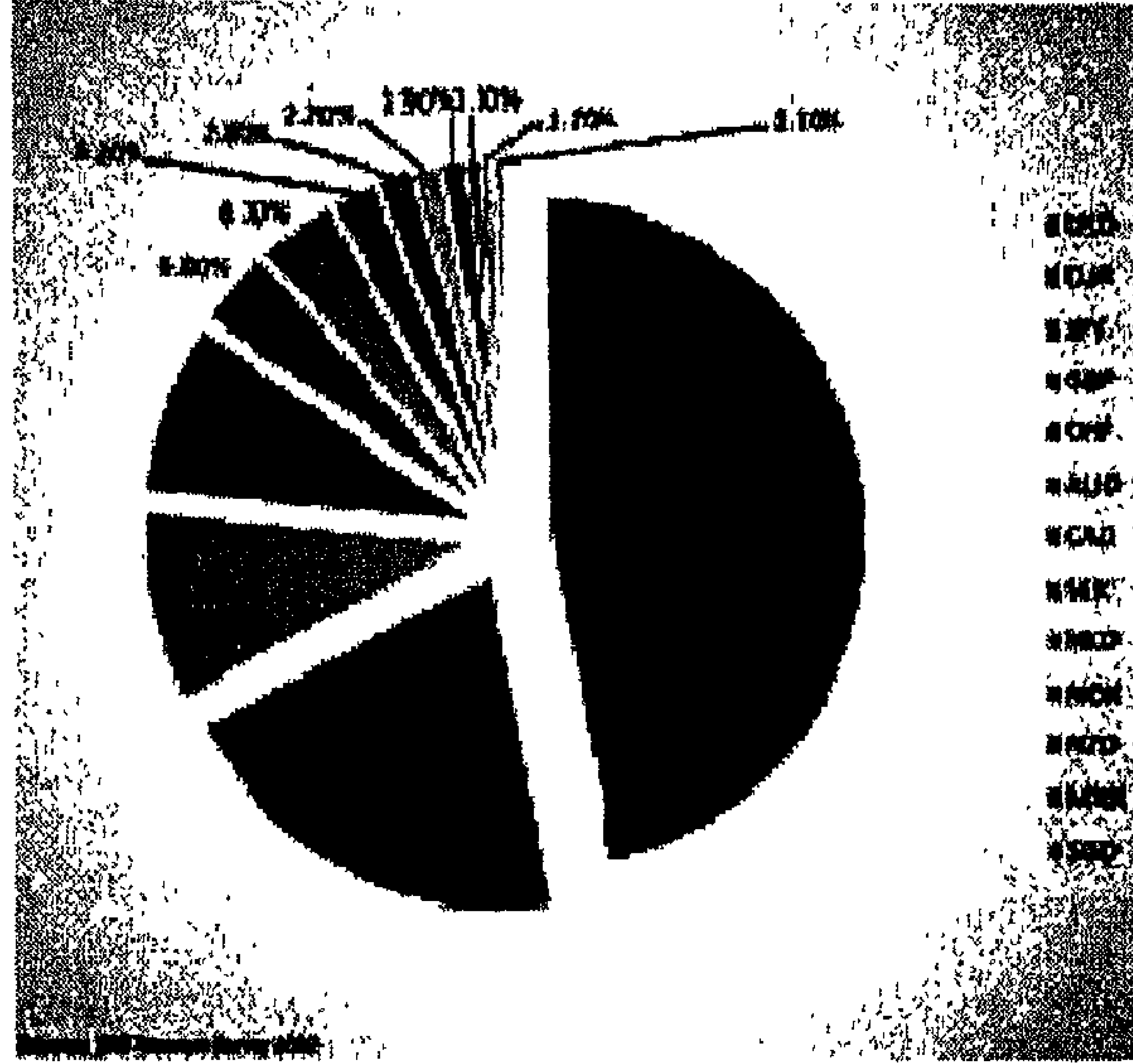
(٤)
سوق خارج التسعير
over – the – counter securities market
O.T.C

شــهد ســوق الـ otc تطوراً هائلاً في الولايات المتحدة ووكلاء الصيرفة في هذا الســوق يعرفون باســم صناع الســوق Market makers أو Broker Dealers لأنهم على حد ســواء يلعبون كلا الدورين ، وقد يكون هؤلاء أشــخاص طبيعيين أفراد أو جمعيات أو شركات ، كما انــه لا يوجد في هذا الســوق Specialists ، وتكون المضاربة بين dealers في هذه الأســواق مضاربة شرسة.

يتــم في هذا الســوق التداول على كافــة الأوراق المالية بما فيها الأوراق المالية المســعرة رســمياً فــي باقي البورصات ولكن على الرغم من ذلك تتــداول عمليا في الـ otc القيم غير المتداولة ســابقاً في البورصة وهذه القيم هي في غالبيتها من الدرجة الأولى. وكذلك يتم في هذه الأسواق تداول القيم الأقل شهرة والتي توجد خارج التسعير.

ولقد أصبحت الـ otc منذ عدة سنوات المركز البديل المفضل للشركات حديثة النشأة التي تتمتع بإمكانات نمو هائلة. وأيضا للمستثمرين الذين ليس لديهم تصور حول القطاعات التي يجب أن يستثمروا فيها رؤوس أموالهم.

والـ otc هو سوق غير محصور في مكان معين إذ تجري العمليات في جميع مدن الولايات المتحــدة الأمريكية ولكــن المعلومة عبر الهاتــف كانت غير كافية وكان يجــب انتظار عام ١٩٧١م لكي يوضع في الاستخدام نظام أوتوماتيكياً يربط صناع السوق فيما بينهم.



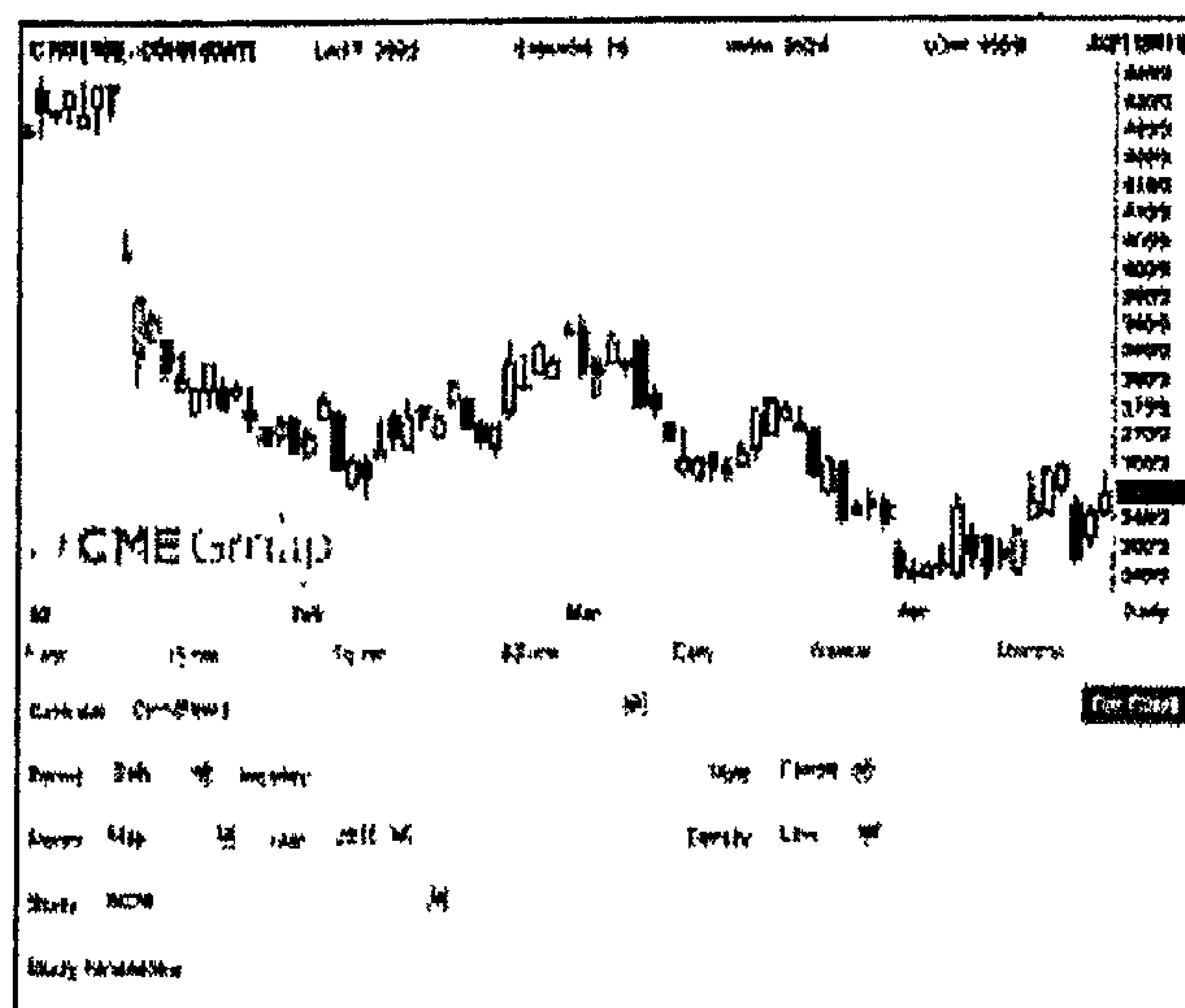
فالسوق خارج التسعير الذي أصبح منذ ذلك الحين صاعدا وأوتوماتيكيا عرف في الغالب باسم ناسداك N.A.S.D.A.Q وهو اختصار National Association of security dealers automated quotation system.

هذه المعلوماتية سمحت بتقليص الفوارق بين الأسعار المعروضة والأسعار المطلوبة ولكنها بقيت غير كافية انطلاقاً من ذلك، فقد قضت الضرورة باستحداث النظام الوطني للسوق الذي يغطي كامل الولايات المتحدة ويسمح في كل لحظة بمعرفة الأسعار التي تجري على أساسها العمليات.

ويعتبر السوق رقم (٣) السوق الثالث Third market جزءاً من سوق over the counter وهو مسوك من قبل عدد محدود من الوسطاء الذين يمارسون نشاطهم بصفتهم كـ dealers .

(٥)
بورصات أخرى متنوعة

هناك كذلك عدة بورصات أمريكية تنظيمية مثل بورصة شيكاغو والتي تنظم عقود الخيارات(الأوبشن) الأمريكي وهي تتبع مجموعة نايس يورونيكست.



كذلك هناك بورصة السلع والبترول والمعادن والتي تسمى نايمكس NYMEX وهي خاصة فقط بتداول السلع وإدارة العقود المستقبلية للبترول والسلع المختلفة, ولكن هنا لن نتطرق إليهما كثيراً حيث أنهما بعيداً عن مجالات الأسهم وعقود الأوبشن.

» المبحث الثالث

أسهم الشركات المدرجة في البورصات الأمريكية

البورصة كما أوضحنا هي مكان (عيني أو اليكتروني) لتجمع الشركات والأفراد بغرض نقل ملكية الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى وتعتبر هي المنفذ القانوني والشرعي لتبادل الأوراق المالية ونقل ملكياتها ولا تعتبر هذه البورصات مؤسسات ربحية وإنما أماكن تنظيمية.

لإدراج أي شركة في السوق يجب أن توافق الشروط والأحكام المفروضة من وزارة التجارة والهيئة الرقابية على السوق بصفة عامه ومن الأسواق بصفة خاصة. بمعنى انه عند تأسيس أي شركة جديدة يجب موافقة وزارة التجارة وعند الرغبة في الإدراج في السوق يجب موافقة الهيئة الرقابيةSEC بعدها الشركة تقوم بمراجعة الأسواق المتعددة في أمريكا ومحاولة إدراجها في أحد هذه الأسواق أو المؤشرات أن توافرت شروط الإدراج.

وتستطيع الشركات الغير أمريكية إدراج أسهمها في السوق الأمريكي أن رغبت وإذا توافرت الشروط ، وهناك مئات الشركات الأجنبية مدرجه في الأسواق الأمريكية. شركات أوربيه أو هندية أو صينيه أو الخ. ويتم تداول هذه الأسهم من خلال الأسواق الموجودة في السوق الأمريكي كما ذكرنا مثل سوق نيويورك NYSE وسوق فيلاديفيا وسوق شيكاغو ويتم التداول من خلالها بالطرق اليدوية وهي التي تظهر دائما في التلفزيون . ويتم في هذه الأسواق تداول آلاف الشركات وتسمى هذه الشركات شركات مدرجه أو Listed . كما توجد أسواق الكترونية (مشابه للسوق السعودي) يتم التداول عن طريق الكمبيوتر وبنظام الكتروني متطور مثل سوق الناسداك Nasdaq أو ناسداك بولتن بورد. وتسمى شركات OTC لنستطيع الفصل بين ما إذا كانت الشركة تتداول في الناسداك أو غيره من الأسواق المشابهة OTCأو في الأسواق الأخرى المكانية Listed هو عن طريق رمز الشركة.

رمز الشركة:

هو حروف مختصره تدل على هذه الشركة عند تداولها في هذه الأسواق. (في السوق السعودي هناك رمز رقمي لكل شركة) أما الأسواق الأمريكية فلديهم رمز حرفي عندما

يكــون الرمــز ٣ حروف أو اقل يعني ذلــك أن التداول يتم فـي الأســواق المكانية Listed أما أن كانت ٤ حروف أو أكثر فهذا يدل على أنها تتداول بطرق الكترونية OTC الناسداك.

معرفة أسعار الشركات

تستطيع ذلك من خلال المواقع الإلكترونية المتعددة- التي سيرد ذكرها في نهاية المبحث - من متابعة أسعار الشركات ولكن سوف تكون هذه الأسعار متأخرة ٢٠ دقيقة أو تستطيع معرفة الأسعار الفورية عن طريق الاشتراك بـ ستريمر باشتراك شهري. وتستطيع الحصول عليه من عدة مواقع فان كنت تتداول عن طريق الانترنت فغالبا ما تقوم هذه المواقع بتوفير هذه الأسعار لك عن طريق اشتراك شهري بسيط لا يتعدى ١٠ دولار.

وكما أوضحنا فإن أهم ما يميز السوق الأمريكي والذي يجعله من أفضل الأسواق وأكبرها فــي العالم هو الحجم الهائل أو الكمية الهائلة للشــركات المدرجة فيــه أكثر من ٥٠ ألف شركة بجميع الصناعات أو القطاعات التي تخطر على البال. مما يتيح فرصة هائلة لاختيار جيــد وممتاز مثلا أن كنت طبيب وتهتم بالشــركات الطبية فلديك مجال كبير وخصب في هذا المجال وتســتطيع بواقع خبرتك كطبيب أن تبحث عن الشــركات التــي تقوم بابتكارات مهمــة في هذا المجال وتتوقع أن تكون طفرة قويه بها. وهكذا. لذلك ومن اجل هذا الســبب التعددي لن تخاف من هبوط مؤشــر ما في السوق الأمريكي أو انهيار في قطاع معين فأنت دخلت في شركة معينه ممتازة تتوقع لها مستقبل كبير.

أيضا بسبب تعدد الشركات والقطاعات في السوق الأمريكي لا تخرج السيولة من هذه الأسواق نهائيا وإنما تتنقل دائما بين هذه القطاعات وهذه الشركات . وتستطيع معرفة ذلك عن طريق البحوث والتحاليل التي تنشر من مختلف المحللين عن اتجاهات السيولة وخلافه.

إن الشركات المرشحة لدخول البورصة تخضع لشروط قاسية قبل إدراجها على قائمة البورصة بغرض التداول.وهذا في حد ذاته صمام أمان آخر يهدف إلى حماية المستثمر. ففي الولايات المتحدة الأمريكية. من أهم الشــروط المطلوبة كما أشــرنا هو أن يكون للشــركة عدد كاف من المســاهمين (عدة آلاف).حتى لا تكون الشــركة وهمية. وهذا يعني أنه من بين الشركات المرشحة للدخول فقط. تقبل الشركات الأهم للإدراج في السوق الرئيسية (مثل ســوقNYSE في نيويورك).أما الشــركات الأقل أهمية فتسجل على قائمة السوق الموازية (مثل AMEX في نيويورك) . حيث تكون شروط الإدراج أقل صرامة.

تصنف الشركات الأمريكية إلى قطاعات وصناعات محددة بغض النظر عن انتمائها لأي من البورصات الأمريكية الثلاث الكبرى NYSE أو AMEX أو Nasdaqوتصنف تبعا لنشاطها الأساسي إلى صناعات مختلفة, وكل مجموعة من الصناعات المشتركة الصفات تتبع قطاع واحد وتتجمع كلها لتكون السوق الأمريكي ككل. ومن الملاحظ أن سهم شركة أي قطاع يتأثر بشكل مباشر بأي حدث تتعرض له أي شركة أخرى في نفس القطاع. فمثلاً لو أن إحدى شركات القطاع التقني Nasdaq المتخصصة بخدمات أجهزة الحاسبات انخفضت أو ارتفعت قيمة أسهمها لأي سبب. فإن أغلب شركات بيع الحاسبات إن لم يكن كلها سوف تتأثر بذلك وتنخفض أو ترتفع قيمة أسهمها ولو نسبياً. كما أن مؤشر القطاع سوف ينخفض أو يرتفع حسب حجم القيمة السوقية للشركة المعلنة. خاصة إذا كانت الشركة المعلنة من الشركات العملاقة.

القطاعات في السوق الأمريكي

يتم تداول أكثر من ٥٠ ألف شركة في الأسواق الأمريكية للأسهم، ويوجد مئات القطاعات الرئيسية والفرعية مثل:

قطاع الصناعة: وتدخل فيها عدة قطاعات فرعيه مثل الإنشاءات. الدفاع. الفضاء. الصناعات الالكترونية. المواصلات وغيرها من الصناعات.

قطاع البترول والغاز: ويدخل فيه قطاع الإنتاج والتكرير. قطاع المعدات البترولية. قطاع التنقيب...الخ.

قطاع المواد الأولية: ويدخل فيه قطاع البتر وكيماويات . وقطاع التنقيب عن المعادن وغيرها الكثير.

قطاع التكنولوجيا : ويدخل فيه البرامج والكمبيوتر . المعدات .... الخ.

القطاع المالي: ويدخل فيه قطاع البنوك. قطاع التأمين. قطاع العقاري... الخ.

قطاع الاتصالات: ويدخل فيه قطاع الهاتف المحمول. قطاع الكهرباء. قطاع الماء... الخ

ولقد تم تقسيم الأسهم الأمريكية إلى تسعة قطاعات رئيسية تنحدر منها جميع شركات السوق الأمريكي وهي كما يلي :

١ – قطاع المواد الأساسية Basic Materials

ويتكون من عدة صناعات مختلفة مثل : شركات الألمونيوم - شركات المواد الكيميائية الأساسية - شركات الذهب - شركات الفضة - شركات الحديد والفولاذ

٢ – قطاع التكتلات Conglomerates

وتتكون من صناعة واحدة وهي :شركات التكتلات (وهي صناعة متعددة الأنشطة وتمتلكها شركات متعددة).

٣ – قطاع السلع الاستهلاكية Consumer goods

وتتكون من عدة صناعات مختلفة مثل :شركات قطع غيار السيارات

شركات السجائر والتبغ شركات منتجات الألبان - شركات الأثاث المنزلي -شركات منتجات اللحوم

٤ – القطاع المالي Financial

ويتكون من عدة صناعات مختلفة مثل :شركات التأمين الصحي الحوادث - شركات إدارة الأصول - شركات خدمات الائتمان - البنوك - شركات الرهن العقاري. وهذا القطاع يشمل شركات من ذات الذبذبة المنخفضة إلى المتوسطة.

٥ – قطاع الرعاية الصحية Healthcare

ويتكون من عدة صناعات مختلفة مثل :شركات التكنولوجيا الحيوية - المستشفيات - شركات المواد التشخيصية - شركات صناعة الدواء الكبرى - شركات البحوث والمختبرات الطبية. وهي أيضاً متوسطة أو عالية التذبذب.

٦ – القطاع الصناعي : قطاع السلع الصناعية Industrial goods

أغلب الأسهم في هذا القطاع تندرج تحت مؤشر الداو جونز الصناعي Dow Industrial والذي يشمل على أغلب الشركات. ويتكون من عدة صناعات مختلفة مثل :شركات

الأسمنت - شركات معدات الدفاع والطيران والفضاء - شركات الماكينات الزراعية والمقاولات - شركات معدات البناء الثقيلة - شركات الخشب وإنتاج الخشب.

أغلب الأسهم في هذا القطاع من الأسهم ذات الذبذبة المنخفضة إلى المتوسطة أي أن الفرق بين أعلى سعر وأقل سعر حققه السهم خلال عام في حدود ٣٥٪ وعلى المستوى اليومي الفرق بين قيمة الصعود والهبوط اليومي على أغلب الأسهم وفي الظروف العادية أحياناً لا تتجاوز عدة أجزاء من الألف وفي بعض الحالات قد يصل فرق الذبذبة إلى ١٪. وبالطبع يستثنى من ذلك ما إذا كان هناك إعلان من قبل الشركة عن ارتفاع أرباح أو ارتفاع مبيعات - أو تعاقد على صفقة كبيرة أو اندماج أو تطوير منتج معين للشركة أو تعاقد مع الحكومة .. أو بيع أو شراء أحد صانعي السوق كمية كبيرة من الأسهم التي يمتلكها أو أخبار من شركة منافسة ...الخ.

وأغلب أسهم هذا القطاع خاصة الشركات العملاقة منها - التي تزيد قيمتها السوقية عن مائة مليار دولار - شركات استثمارية على المدى الطويل وتسمى بلو تشيبس Blue Chips

٧ - قطاع التقنية: Technology

هذا القطاع يقع ضمن مؤشر الناسداك Nasdaq ويتكون من عدة صناعات مختلفة مثل :شركات خدمات تقنية المعلومات - شركات برامج المالتيميديا والجرافيكس - شركات أجهزة الاتصالات والشبكات -شركات مزودي خدمات الإنترنت -شركات نظم الكمبيوتر.

وأغلب هذه الشركات من الشركات ذات الذبذبة المتوسطة إلى العالية، إذ يبلغ معدل التغير لسعر السهم اليومي بين أعلى وأدنى سعر في حدود ٣٪ إلى ١٠٪ باستثناء نفس الحالات المذكورة في قطاع الصناعة.

٨ - قطاع الخدمات Services

ويتكون من عدة صناعات مختلفة مثل :شركات متاجر التجزئة للملابس- شركات خدمات التدريب والتعليم - المطاعم - شركات خدمات التسويق - شركات النشر.

٩ - قطاع المرافق Utilities

ويتكون من ٥ صناعات فقط وهي :شركات مرافق الكهرباء - شركات مرافق الغاز - شركات مرافق المياه - شركات المرافق الخارجية -شركات المرافق المتنوعة.

وبالتالي يمكن لأي شخص أن يتداول بكل سهولة عن طريق أي شركة وساطة أو بنك أمريكي في جميع الأسهم الأمريكية حيث تسمح معظم شركات الوساطة بدخول المستثمر أو المضارب إلى أي بورصة أو صندوق استثماري أو ETFs من خلالها.أيضا بسبب تعدد الشركات والقطاعات في السوق الأمريكي لا تخرج السيولة من هذه الأسواق نهائيا وإنما تتنقل دائما بين هذه القطاعات وهذه الشركات . وتستطيع معرفة ذلك عن طريق البحوث والتحاليل التي تنشر من مختلف المحللين عن اتجاهات السيولة وخلافه.

مواقع لمتابعة الأسهم بالسوق

تستطيع متابعة تطورات السوق والأخبار وخلافه عن طريق الانترنت ويوجد عدة مواقع مجانية ومن أهمها:

- موقع الناسداك

/http://www.nasdaq.com

- موقع الياهو

/http://finance.yahoo.com

- موقع الماركت واتش

http://www.marketwatch.com

وغيرها من آلاف المواقع .

- موقع يعطى تاريخ تقرير الأرباح وقيمتها

http://thestreet.ccbn.com/company.as...ient=thestreet

- موقع البيني ستوك

http://allpennystocks.com/apsc/us/h...tocks/index.htm

- لايف شارت

http://www.askchart.com/pages_n/trad...i2&ticker=adsx

- موقع يعطيك الأسهم التى قامت بكسر الترند + ارتدادات فابيوناشى

http://www.cisiova.com/analysis.asp

- موقع يعطيك الأسهم حسب ما ترغب من أعلى فوليوم أو أعلى ارتفاع أو أدنى هبوط ....الخ.

http://www.trade-ideas.com

- موقع يعطى الإشارة بالخروج والدخول أو الانتظار بناءا على أخر خمس شموع

www.americanbulls.net

وأيضا موقع يعطي الإشارة بالنسبة للسهم ولكن من حيث المؤشرات الفنية الأخرى.

http://quotes.barchart.com/texpert.asp?sym=adsx

- موقع للأخبار

www.briefing.com

- موقع بالنسبة للشموع اليابانية (شارت) + يعطي السهم رقم واحد بجلسة التداول السابقة

http://www.hotcandlestick.com

- موقع يشرح بالصوت والصورة للشموع اليابانية

http://www.pring.com/movies/candlesweb.html

- موقع يعطي التداولات على السهم بالتفصيل من حيث الكمية والبيع والشراء

http://www.island.com/toolsresearch/index.asp

- موقع للشارت يعمل على الجافا

http://money.excite.com/jsp/ct/tech...INDEX=0&type=QT

- موقع عبارة عن اله حاسبة لارتدادات فابيوناشى

http://www.vodden.plus.com/for/fibo....=Calculate+%21

- موقع لرويترز

http://www.reuters.com/locales/c_fi..._ME&ticker=goog

- موقع يعطيك كمية الشورت الذى على السهم

http://www.shortsqueeze.com/index.php?symbol=adsx

- موقع للشارت

http://www.stockta.com

http://finance.easychart.net

http://fast.quote.com/fq/stocktrak/livecharts

http://www.trade-ideas.com

- موقع يعطي القوائم المالية

www.taloot.com

- موقع يكشف تداول أصحاب الشركة Insider

http://www.secform4.com/index.php

- موقع خاص بالتحاليل الفنية ونقل الأسعار المباشرة.

http://www.stockta.com

- موقع للاشتراك لعرض الأسعار

http://www.pcquote.com

- موقع خاص بطوابير البيع والشراء (level2)

http://www.level2quotes.com

- موقع لعرض الأسعار المجانية وأيضا وسيط مالي(فقط للأمريكان)

http://www.scottrade.com

- موقع لتنزيل ستريمر مجاني

http://www.quotetracker.com

- موقع للأسعار المجانية

http://www.advfn.com

- موقع تعليم قراءة الخرائط الفنية(التحليل الفني)

http://www.borsanaliz.com/eng

- موقع للمضاربة اليومية

http://www.tradingday.com

- موقع معرفة القيمة العادلة للسهم

http://www.valuengine.com

- موقع للبحث عن أخبار معينة

http://search.news.yahoo.com

- موقع للتطبيق الإستراتيجيات

http://www.stockfetcher.com

- موقع لمعرفة تحرك المدراء بالبيع أو الشراء

http://www.finance.lycos.com

- موقع لتحليل السهم وهل هو للبيع أم للشراء

http://quotes.barchart.com

- موقع منتدى أمريكي للأسهم الأمريكي

http://www.allstoks.com

- موقع للتداول الوهمي (للتدريب)

http://www.game.marketwatch.com/home/default.asp

- موقع للتداول الوهمي برصيد ١٠٠٠٠٠ دولار

http://www.simulator.investopedia.com

» المبحث الرابع

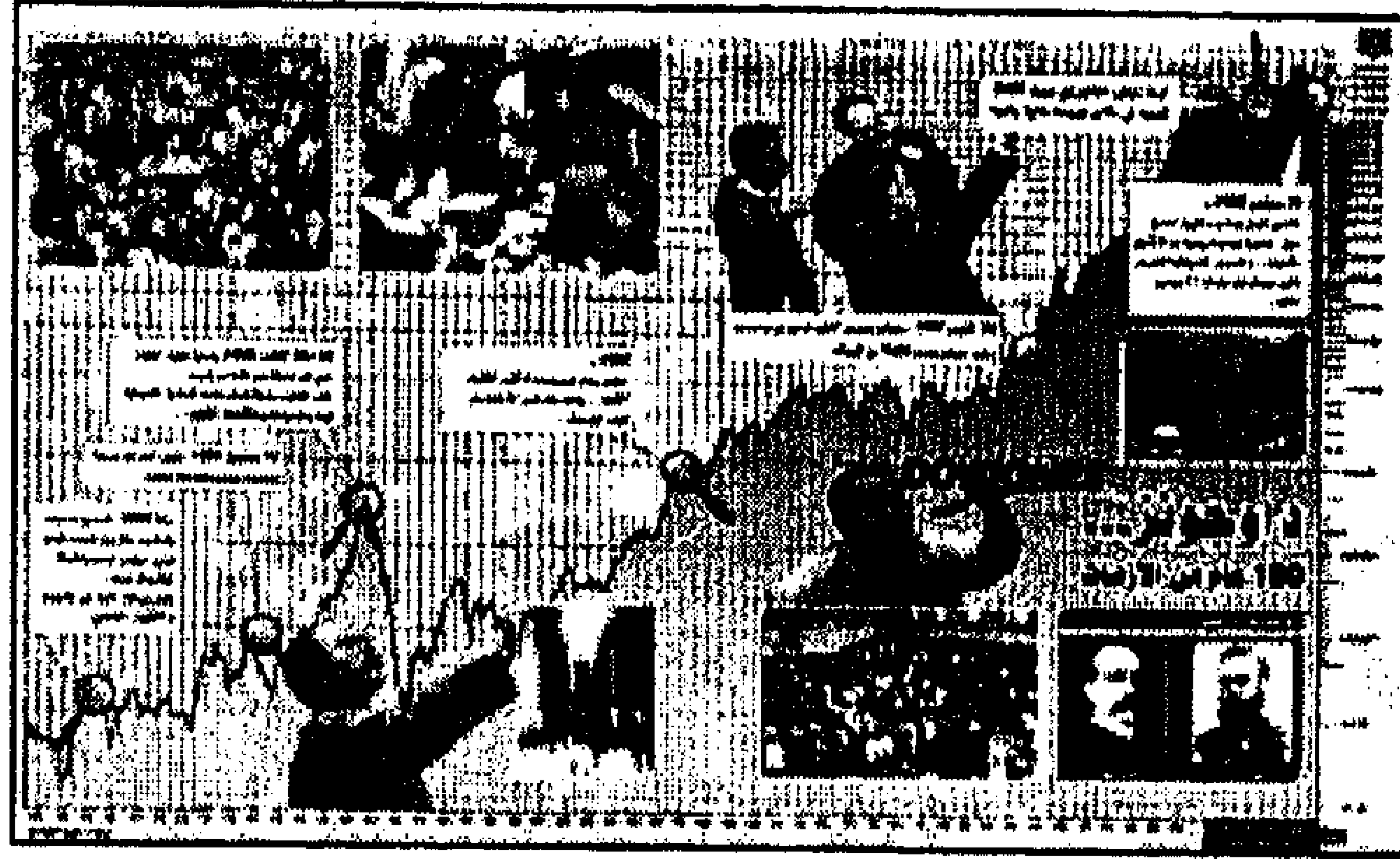
الأزمات التي تعرضت لها البورصة الأمريكية

أزمة عام ١٩٠٧

تعرضت الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية فيما بين عامي ١٨١٤م و١٩١٤م لحوالي ١٣ أزمة مصرفية . كان أسوأها في عام ١٩٠٧م، حيث انخفضت القيمة السوقية لأسهم بورصة نيويورك نحو ٣٧ ٪ . وكانت قوية جداً بنتائجها. وفرضت إنشاء المؤسسة المهمة التي تعرف بـ«المصرف المركزي» أو «الفيدرالي الأمريكي». وعند اندلاع أزمة عام ٢٠٠٨م سارع كثير من المحللين من ذوي العقلية التاريخية إلى اختيار أزمة العام ١٩٠٧م باعتبارها السابقة الرئيسة للأزمة المالية الأخيرة التي تعرضت لها أمريكا.

كانت أزمة العام ١٩٠٧ فورية التخريب، وأسفرت عن انكماش اقتصادي شديد. ولكنه كان انكماشاً قصير الأمد. وكان الهلع في العام ١٩٠٧ قد بدأ في الولايات المتحدة. في أعقاب ارتفاع أسعار الفائدة بعد تعويض المزارعين في الغرب عن محاصيلهم. والفضائح المالية التي تورطت فيها إحدى المؤسسات المالية الكبرى في نيويورك.

ومن دون سابق إنذار انعدمت الثقة حتى بين المصارف الكبرى، إضافة إلى الفضائح المالية في نيويورك. ومن بينها واحدة متعلقة بمؤسسة مالية مهمة اسمها «نايكربوكر». وكان الانهيار راجعاً في الأساس إلى الافتقار إلى السيولة، وكان من الممكن استرداد السيولة بسهولة بوسائل عدة. فأصدرت مصارف نيويورك سيولة خاصة بها عن طريق دار للمقاصة. وبادرت مؤسسة «جيه. بي. مورجان» المالية القوية إلى شراء الأسهم المنهارة. وبهذا تراجعت حالة الهلع والبحث عن السيولة في السوق. كما زودت المصارف المركزية الأوروبية الأسواق الأمريكية بالذهب.



فقد نما الاقتصاد الأمريكي بقوة حتى سنة ١٩٠٧، مما رفع من معنويات قطاع الأعمال، وبالتالي زاد في تهوره الاستثماري التضخمي.

وتمت عمليات مضاربة كبرى في العقارات والأدوات المالية حركت الأسعار بشكل جنوني صعوداً ثم العكس.

واكتشفت المصارف أن الضمانات المقدمة من المواطنين لا تكفي لتغطية قيمة القروض، وبالتالي حصلت أزمة مصرفية، وبما أن «المصرف المركزي» لم يكن موجوداً على عكس الواقع في فرنسا، وبريطانيا، وألمانيا، فلم يكن ممكناً توفير السيولة للمصارف المتعثرة.

وحصلت أيضاً أزمة طبيعية في كاليفورنيا سببت، إضافة إلى التضخم والقروض، سقوط الأسواق المالية بعد نحو سنة من الوقت.

وما حدث يؤكد أن آلية انتقال المعلومات معقدة، ومتشعبة، حيث تصيب كل جوانب الاقتصاد بما فيها أسواق المواد الأولية وكل الأوراق المالية .

كان الدرس الواضح الذي تعلمه الأمريكيون من أزمة ١٩٠٧ أن المصارف المركزية، هي المؤسسات المثلى القادرة على استرداد السيولة حين يعم الهلع المالي، وأن الإصلاح النقدي كان ضرورياً على الأمد البعيد لمنح الولايات المتحدة مصرفاً مركزياً خاصاً بها، وهو مصرف «الاحتياطي الفيدرالي»، الذي تأسس في العام ١٩١٤.

ولقد قامت المؤسسات الخاصة ذات المكانة الإستراتيجية بدورها في دعم الثقة. فقد بثت مؤسسة «جولدمان ساكس»، على سبيل المثال، رسالة واضحة، حين قامت علناً بشراء الأصول المعرضة للخطر في الصندوق العالمي لفرص التمويل التابع لها.

الخميس الأسود

يتعلق بيوم ٢٤ أكتوبر ١٩٢٩، وهو يوم انهيار بورصة «وول ستريت». ويعود ذلك إلى تفوق العرض على الطلب بشكل خيالي، حيث تم عرض ١٣ مليون سهم تقريباً على لائحة البيع، الأمر الذي أوصل أسعار الأسهم إلى أدنى مستوى بعد ارتفاع سابق، وهناك أيضاً من يسمون الانهيار بيوم الثلاثاء الأسود وذلك لأنه بعد مرور خمسة أيام، أي في ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩، حدث انهيار آخر في سوق الأوراق المالية أدى إلى تفشي الخوف في قلوب العامة من أن البلاد مقبلة على حالة من الركود أو حتى انهيار المبنى الاقتصادي.

لقد بلغ مستوى انخفاض مؤشر داو جونز Dow Jones خلال الأزمة تقريباً ٥٠ بالمائة، وأغلق في يوم ١٣ أكتوبر ١٩٢٩ عند مستوى ١٩٨,٦٩ نقطة. من الجدير ذكره أن المؤشر عاد إلى المستوى الذي كان عليه قبل الانهيار فقط في عام ١٩٥٦.

أما سبب الانهيار، فيعود لاستثمار مبالغ ضخمة، مما رفع أسعار الأسهم إلى قيم وأسعار خيالية وغير واقعية وارتفاع الأسعار جذب واستقطب مستثمرين من شتى الطبقات والمستويات على استثمار أموالهم في البورصة.

حتى البنوك اشتركوا في الاستثمار[٢١]، حيث قاموا بتمويل قروض مع شروط مريحة للمستثمرين، الأمر الذي ضاعف الاستثمارات، ورفع الأسعار أكثر وأكثر. في صبيحة يوم ٢٤ أكتوبر من عام ١٩٢٩، عرض على لائحة البيع أكثر من ١٣ مليون سهم، مما جعل العرض أعلى من الطلب واتجهت الأسهم نحو القاع.

وعلى الفور عمت الفوضى في المكان، حيث بدأت أموال المستثمرين تتبخر، وازداد الأمر سوءًا حين زاد عدد الأسهم المعروضة إلى ٣٠ مليون سهم، الأمر الذي جعل أسعار الأسهم بلا قيمة، وجعل الكثير من المستثمرين في ديون عميقة، وعبء ثقيل للبنوك التي أعلنت إفلاسها بسبب الديون العميقة التي تراكمت من كثرة القروض غير القابلة للسداد بسبب انهيار البورصة وإفلاس المستثمرين.

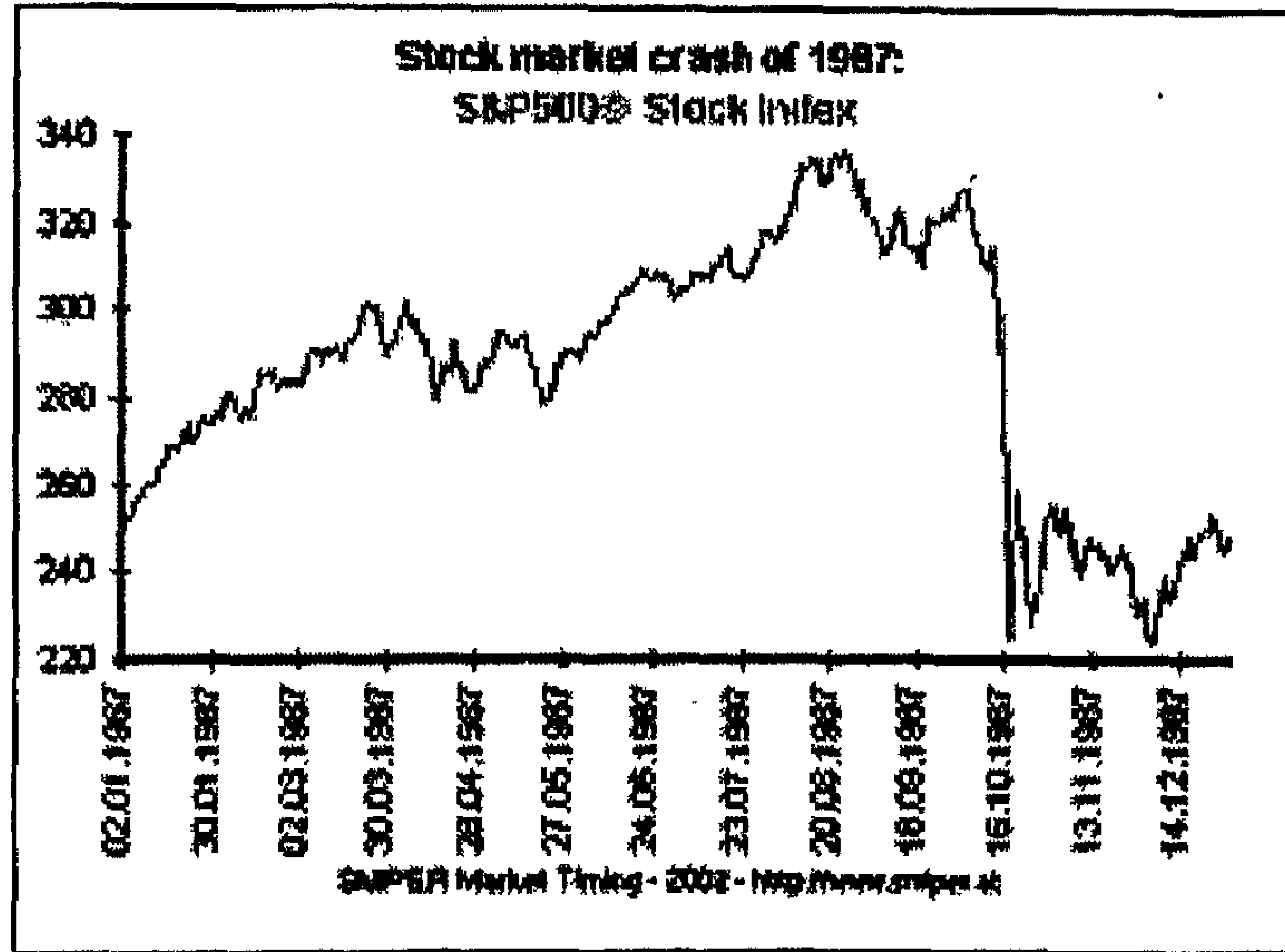
٢١ - الرؤية الاقتصادية- الأربعاء ٢٣ سبتمبر ٢٠٠٩

الكساد الكبير

هـي أزمـة اقتصادية أعقبت انهيار البورصة في عـام ١٩٢٩، واستمرت طوال عقد الثلاثينات وبداية الأربعينيات، وتعتبر أكبر و أشـهر الأزمات الاقتصادية في القرن العشرين، ويضـرب بها المثل لما قد يحدث في القرن الواحد والعشرين وما مدى سـوء الأزمة التي قد تحدث. وقد بدأت الأزمة بأمريكا.

ويقـول المؤرخون إنها بدأت مع انهيار سـوق الأسـهم الأمريكية فـي ٢٩ أكتوبر ١٩٢٩، والمسمى بالثلاثاء الأسود.

وكان تأثير الأزمة مدمراً على كل الدول تقريباً الفقيرة منها والغنية. وانخفضت التجارة العالمية ما بين النصف والثلثين، كما انخفض متوسط الدخل الشخصي وعائدات الضرائب والأسعار والأرباح.



شكل بياني يوضح الكساد الذي حدث في عام ١٩٢٩

أكثـر المتأثرين بالأزمة المدن، خصوصاً المعتمدة على الصناعـات الثقيلة، كما توقفت أعمـال البنـاء تقريباً في معظم الدول، كما تأثر المزارعون بهبوط أسـعار المحاصيل بنحو ٦٠ بالمائة من قيمتها.

وكانت المناطق المعتمدة على قطاع الصناعات الأساسية كالزراعة، والتعدين، وقطع الأشجار، هي الأكثر تضرراً، وذلك لنقص الطلب على المواد الأساسية، إضافة إلى عدم وجود فرص عمل بديلة.

كما أدت إلى توقف المصانع عن الإنتاج، ونتج عنها أن أصبحت عائلات بكاملها تنام في أكواخ من الكرتون، وتبحث عن قوتها في مخازن الأوساخ والقمامة. وقد سجلت دائرة الصحة في نيويورك أن أكثر من خمس عدد الأطفال يعاني من سوء التغذية.

وكانت أمريكا قد بدأت بازدهار اقتصادي في العشرينات، ثم ركود، ثم الانهيار الكبير عام ١٩٢٩، ومن ثم عودة عام ١٩٣٢.

وبعد انهيار بورصة «وول ستريت» كان لا يزال التفاؤل سائداً، وقال رجل الصناعة الشهير «جون روكفيلير» حينها، «خلال هذه الأيام يوجد الكثير من المتشائمين، ولكن خلال حياتي التي امتدت لـ٩٣ عاماً كانت الأزمات تأتي وتذهب، ولكن يجب أن يأتي الازدهار بعدها دائماً».

بدأت الأزمة في الزوال في كل الدول في أوقات مختلفة، وقد أعدت الدول برامج مختلفة للنهوض من الأزمة، وكانت قد تسببت الأزمة في اضطرابات سياسية دفعتها لتكون إما من دول اليمين أو اليسار، ودفعت أيضاً المواطنين اليائسين إلى الديماجوجية -ومن أشهرهم أدولف هتلر- وكانت هذه من أسباب اندلاع الحرب العالمية الثانية.

كانت الأزمة بدأت مع انهيار مفاجئ وكامل للبورصة، ومع أن الأسهم في إبريل ١٩٣٠ بدأت في التعافي والرجوع لمستويات بدايات ١٩٢٩، إلا أنها ظلت بعيدة عن مستويات سبتمبر ١٩٢٩ بنحو ٣٠ بالمائة.

ومع أن الإنفاق الحكومي زاد خلال النصف الأول لعام ١٩٣٠ إلا أن إنفاق المستهلكين قل بنسبة ١٠ بالمائة، وذلك بسبب الخسائر الفادحة بسوق الأسهم، إضافة إلى موسم جفاف شديد عصف بالأراضي الزراعية الأمريكية ببداية صيف ١٩٣٠.



البورصة الأمريكية والمتعاملين وقت حدوث أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ the US Stock Market crashed

وفي بدايات عام ١٩٣٠ كان الائتمان وفيراً، وبمعدل فائدة قليل إلا أن الناس كانت محجمة عن إضافة ديون أخرى بالاستدانة.

وفي مايو ١٩٣٠ كانت مبيعات السيارات قد انخفضت لمستويات منتصف ١٩٢٨. وبدأت الأسعار في التراجع إلا أن المرتبات ظلت ثابتة. ولكنها لم تصمد طويلاً وانخفضت بمنتصف عام ١٩٣١. أما المناطق الزراعية فكانت الأكثر تضرراً بهبوط أسعار السلع عامة.

ومن ناحية أخرى كانت الأزمة في مناطق التعدين، ومناطق قطع الأخشاب بسبب البطالة وعدم وجود فرص عمل بديلة.

كان انكماش الاقتصاد الأمريكي، هو العامل في انكماش اقتصاديات الدول الأخرى، وفي محاولات محمومة طبقت بعض الدول سياسات حمائية. فقد قامت الحكومة الأمريكية عام ١٩٣٠ بفرض تعريفات جمركية على أكثر من ٢٠ ألف صنف مستورد، وعرفت باسم تعريفة «سموت هاولي» وردت بعض الدول بفرض تعريفات انتقامية، بما زاد من تفاقم انهيار

التجارة العالمية. وبنهاية عام ١٩٣٠ واصل الانهيار بمعدل ثابت إلى أن وصل إلى القاع في مارس عام ١٩٣٣.

يرجع حدوث الأزمات الاقتصادية في الدول الرأسمالية إلى أن النظام الحر يرفض أن تتدخل الدولة للحد من نشاط الأفراد في الميدان الاقتصادي. فأصحاب رؤوس الأموال أحرار في كيفية استثمار أموالهم، وأصحاب الأعمال أحرار فيما ينتجون كماً ونوعاً. وهذا ما يمكن أن نسميه فقدان المراقبة والتوجيه. وتتبع الحرية الاقتصادية حرية المنافسة بين منتجي النوع الواحد من السلع.

كما أن إدخال الآلة في العملية الاقتصادية من شأنه أن يضاعف الإنتاج ويقلل من الحاجة إلى الأيدي العاملة. وبالتالي، فإن فائض الإنتاج يحتاج إلى أسواق للتصريف.

وعندما تختل العلاقة بين العرض والطلب في ظل انعدام الرقابة تحدث فوضى اقتصادية تكون نتيجتها الحتمية أزمة داخل الدولة الرأسمالية.

ومن أسباب الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية عدم استقرار الوضع الاقتصادي وسياسة كثافة الإنتاج لتغطية حاجات الأسواق العالمية خلال الحرب العالمية الأولى بسبب توقف المصانع في بعض الدول الأوروبية بعد تحولها إلى الإنتاج الحربي وعودة الكثير من الدول إلى الإنتاج بعد انتهاء الحرب والاستغناء عن البضائع الأمريكية.

لهذه الأسباب تكدست البضائع في الولايات المتحدة وتراكمت الديون، وأفلس الكثير من المعامل والمصانع، وتم تسريح العمال وانتشرت البطالة، وضعفت القوة الشرائية، وتفاقمت المشكلات الاجتماعية والأخلاقية.

إضافة إلى ذلك أثار تأخر الدول الأوروبية عن تسديد الديون المتوجبة عليها للولايات المتحدة الأمريكية كثيراً من التكهنات عند المواطن الأمريكي. ففقد المستثمرون الأمريكيون والأجانب الثقة في الخزانة الأمريكية.

وانعكس ذلك على بورصة «وول ستريت»، إذ أقدم المساهمون في الشركات الكبرى على طرح أسهمها للبيع بكثافة. وأدى ذلك إلى هبوط أسعار الأسهم بشكل حاد، وجر مزيداً من الإفلاس والتسريح والبطالة.

اقتضى البدء بمعالجة الأزمة توافر السيولة المالية لتحريك السوق، ولتأمين السيولة، وجب سحب الودائع الأمريكية من المصارف العالمية، خصوصاً الأوروبية. هذا الإجراء أسهم في انفراج الأوضاع الاقتصادية الأمريكية إلى حد ما، ولكنه أسهم في تدويل الأزمة فانتقلت إلى سائر الدول الرأسمالية في العالم، خصوصاً بريطانيا وفرنسا وألمانيا وتبني الرئيس الأمريكي فرانكلين روزفلت سياسة اقتصادية جديدة تقوم على الدخول في مشاريع كبرى بهدف تشغيل أكبر عدد ممكن من العمال لحل مشكلة البطالة، وتم لأجل ذلك إنشاء مكاتب التوظيف والتوسع في المشاريع الإنمائية والاجتماعية.

تركت الأزمة الاقتصادية الكبرى تأثيراً كبيراً في الأنظمة الرأسمالية فقد تحول النظام الاقتصادي الرأسمالي الحر إلى اقتصاد موجه وخضعت بعض القطاعات الحيوية كشركة إنتاج الفحم الإنجليزية وشركة المترو الفرنسية لنظام التأميم. كما تدخلت الدولة لتوجيه الصناعيين والمزارعين والمستثمرين وتوعيتهم.

وأسهمت الأزمة في وصول الأنظمة الدكتاتورية إلى السلطة في بعض البلدان كالنازية في ألمانيا. وأغلقت أسواق كثيرة في وجه التجارة العالمية وتوقف التبادل التجاري واتبعت دول كثيرة سياسة الاكتفاء الذاتي مثل النظامين الفاشي في إيطاليا والنازي في ألمانيا.

كما أن انهماك الكثير من الدول في معالجة أزماتها الاقتصادية جعلها تغفل عن خطورة ما يجري على الصعيد العالمي من انتهاك لقرارات المنظمة الدولية والعودة إلى مبدأ التسلح وخرق المعاهدات الدولية. ولقد فوت الأزمة بطريقة غير مباشرة النظام الشيوعي الذي لم يتأثر بها بغض النظر عن أزماته الداخلية. هكذا كانت الأزمة الاقتصادية الكبرى نتيجة من نتائج الحرب العالمية الأولى، وسبباً من أسباب قيام الحرب العالمية الثانية.

أزمة السبعينات

انهيار سوق الأوراق المالية في الأعوام بين ١٩٧٣-١٩٧٤، وهو الانهيار الذي استمر بين يناير ١٩٧٣ وديسمبر ١٩٧٤، وأثر على جميع أسواق الأوراق المالية الرئيسة في العالم، ولا سيما المملكة المتحدة، كانت واحدة من أسوأ حالات الركود سوق الأوراق المالية في التاريخ الحديث، وجاء الحادث بعد انهيار نظام «بريتون وودز» على مدى سنتين، وصاحب ذلك «صدمة نيكسون» في الولايات المتحدة وانخفاض قيمة الدولار في إطار اتفاق «سميثونيان».

وضاعف التأثير اندلاع أزمة النفط عام ١٩٧٣ في أكتوبر من ذلك العام، في غضون

١٩٤ يوما بين ١١ يناير ١٩٧٣ و٦ ديسمبر ١٩٧٤، كان مؤشر «داو جونز الصناعي» في بورصة نيويورك قد فقد أكثر من ٤٥ بالمائة من قيمته، مما جعله يتحمل سابع أسوأ هبوط في تاريخ المؤشر.

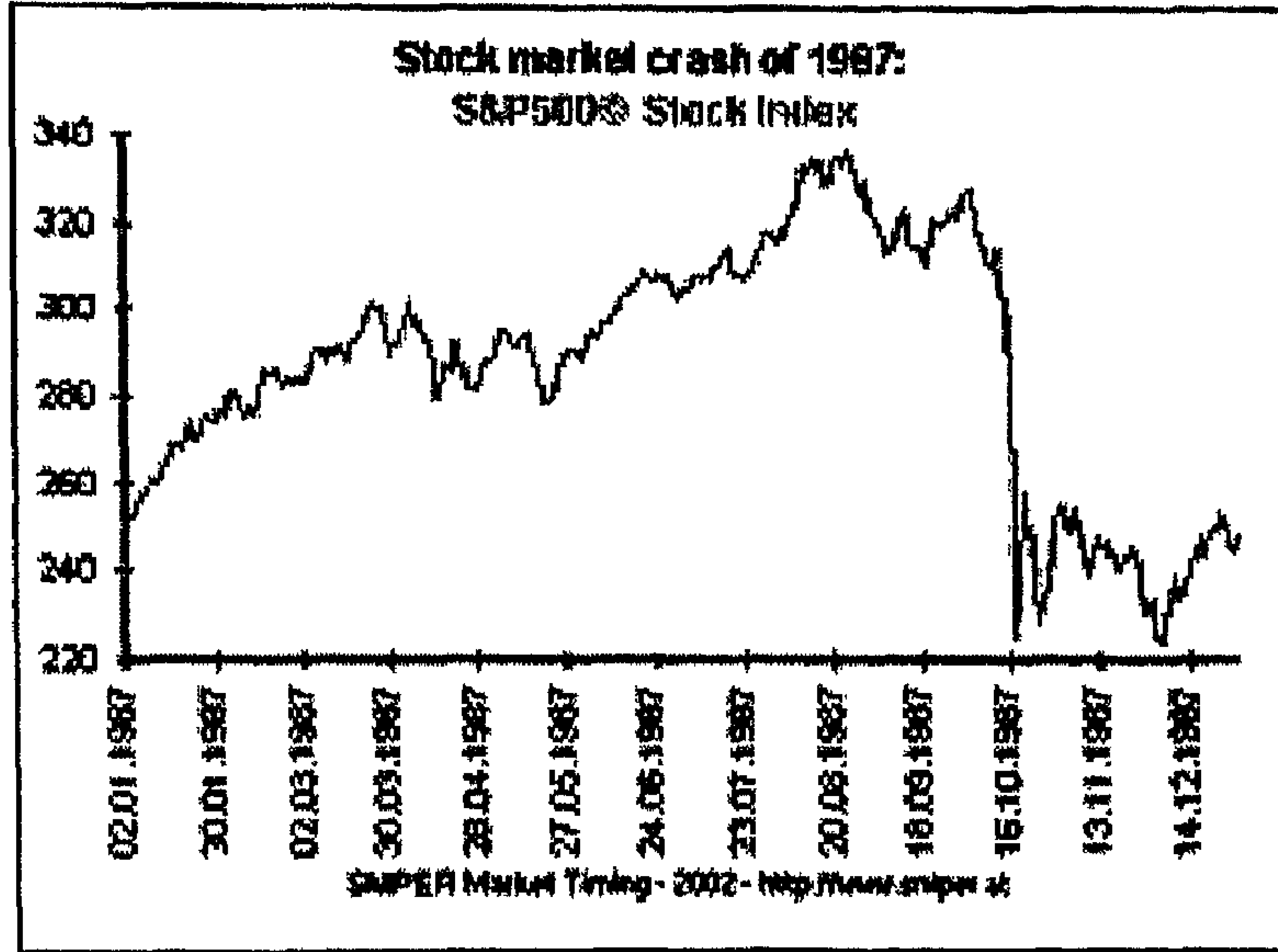
لقد كان العام ١٩٧٢ عاماً جيداً لمؤشر «الداو جونز»، مع تحقيق مكاسب بلغت ١٥ بالمائة في اثني عشر شهراً، كان من المتوقع أن يكون عام ١٩٧٣ أفضل، مع تقرير مجلة «التايم». لكن بعدها بثلاثة أيام فقط بدا الانهيار، وفي العامين من ١٩٧٢ إلى ١٩٧٤، تباطأ نمو الاقتصاد الأمريكي من نمو الناتج المحلي بقيمة ٧٫٢ بالمائة، ليتقلص إلى ٢٫١ بالمائة، في حين أن التضخم قفز من ٣٫٤ بالمائة في عام ١٩٧٢ إلى ١٢٫٣ بالمائة في عام ١٩٧٤.

وكان أسوأ أثر حدث خارج الولايات المتحدة قد وقع في المملكة المتحدة، خصوصاً على بورصة لندن التي فقدت ٧٣ بالمائة من قيمتها خلال الحادث. كما تراجع نمو في ناتج المحلي الإجمالي الحقيقي البريطاني من ٥٫١ بالمائة في عام ١٩٧٢، لينتكس عام ١٩٧٤ وينخفض الناتج المحلي الإجمالي ١٫١ بالمائة . ووصلت جميع مؤشرات الأسهم الرئيسة للدول الصناعية السبع الكبرى إلى أدنى مستوياتها ما بين سبتمبر وديسمبر ١٩٧٤، بعد أن فقدت على الأقل ٣٤ بالمائة من قيمة الأسهم الاسمية، و٤٣ بالمائة من القيمة الحقيقية.

وفي جميع الحالات، فإن الانتعاش كان عملية بطيئة، ورغم أن ألمانيا الغربية كانت السوق الأسرع استرداداً لقيمتها، فعادت إلى المستوى الاسمي خلال ثمانية عشر شهراً، لكنها لم ترجع إلى المستوى الحقيقي نفسه حتى يونيو ١٩٨٥، والمملكة المتحدة لم تعد إلى مستوى السوق نفسه حتى مايو ١٩٨٧ (قبل بضعة أشهر فقط من حادث الإثنين الأسود)، في حين أن الولايات المتحدة لم تعد إلى المستوى نفسه من حيث القيمة الحقيقية حتى أغسطس ١٩٩٣، بعد أكثر من ٢٠ عاماً على بداية الأزمة العالمية التي تسببت في حالة اضطراب في الأسواق العالمية.

انهيار عام ١٩٨٧

في ١٩ أكتوبر عام ١٩٨٧، شهدت «وول ستريت» انبعاث مشاكل عمرها ٥٨ عاماً من جديد.



وفقد مؤشر «داو جونز» الأساسي في «وول ستريت» ٢٢,٦٢ بالمائة في يوم واحد. بعد تحقيق رقم سيئ للعجز التجاري وارتفاع أسعار سندات البنوك. إلى ذلك، خفض ارتفاع أسعار الفائدة جاذبية الأسهم التي تضخمت قيمتها.

فقاعة الإنترنت ٢٠٠٠

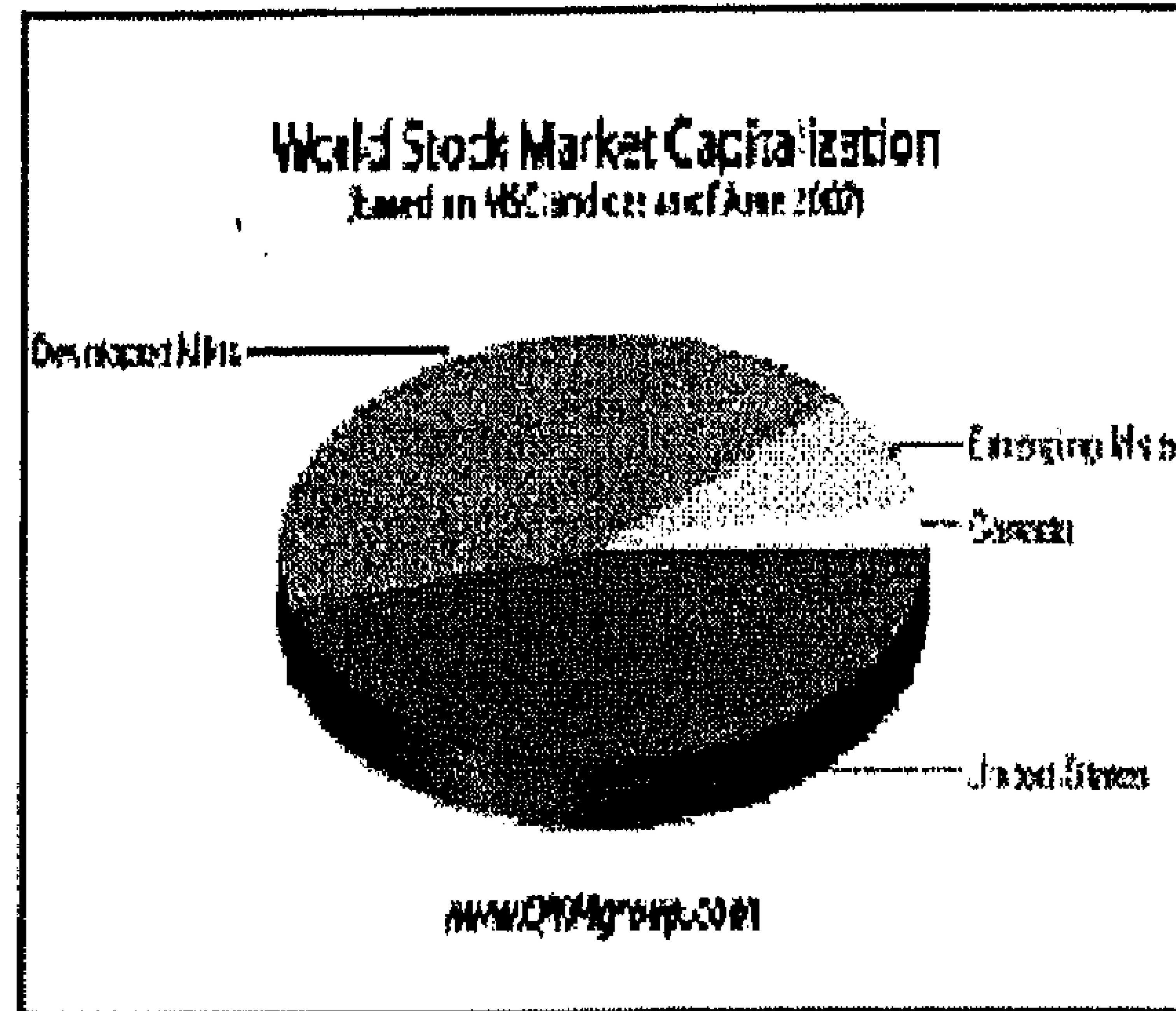
شهد منتصف التسعينات بداية فقاعة شركات الإنترنت، والتي انتهت عام ٢٠٠٠. سجل عام ٢٠٠٠ بداية انفجار فقاعة الإنترنت، أو ما يسمى بفقاعة أسهم التكنولوجيا، إثر المبالغة بتقييم أسهم تلك الشركات والمبالغة بتقييم حجم النمو الحقيقي المتوقع لشركات الـ«دوت كوم» في الأسواق.

أدى ذلك الى تراجع في التمويل المتوافر للشركات الجديدة في قطاع تقنيات التكنولوجيا والاتصالات. وصل مؤشر «ناسداك»، الذي يضم أقوى الشركات التقنية، إلى مستوى قياسي ٥٠٤٨,٦٢ نقطة في ١٠ مارس، قبل أن يفقد ٢٧ بالمائة في أول أسبوعين من إبريل و٣٩,٣ بالمائة في عام كامل. وابتداءً من سبتمبر عام ٢٠٠٠، شهدت مؤشرات البورصات العالمية الرئيسة هبوطاً بطيئاً دام نحو ٣ أعوام، حتى مارس عام ٢٠٠٣. فعلى سبيل المثال، انخفض مؤشر «كاك ٤٠ الفرنسي» من مستواه القياسي ٦٩٤٥ نقطة إلى أقل من ٢٤٠١

نقطة في ١٢ مارس عام ٢٠٠٣، مسجلاً نسبة هبوط ٦٥ بالمائة في ٣ أعوام. وقد عمقت أحداث ١١ سبتمبر عام ٢٠٠١ هذه الأزمة، بعد أن أغلقت لمدة أسبوع كامل. وفتحت بورصة نيويورك على إثرها أبوابها منخفضة ٧,٣ بالمائة، وهو أكبر انخفاض في تاريخ «داو جونز» بعدد النقاط، إذ فقد المؤشر ٣٨٤,٨١ نقطة.

الأزمة المالية العالمية

في سبتمبر ٢٠٠٨ بدأت أزمة مالية عالمية اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة ١٩٢٩، فقد بدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية، ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية، والدول الآسيوية، والدول الخليجية، والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي.



رأس المال السوقي العالمي حتى ٢٠٠٧ قبل حدوث الأزمة

وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام ٢٠٠٨ إلى ١٩ بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها ٨٤٠٠ بنك.

بعد الإعلان عن انهيار «بنك ليمان براذرز»، هبطت المؤشرات الأوروبية بشدة، وتجاوزت الخسائر في بعض المؤشرات ٦ بالمائة، وعند افتتاح الأسواق الأمريكية هبطت بقوة ووصلت خسائر سهم بنك «ليمان براذرز» إلى ٩٥ بالمائة.

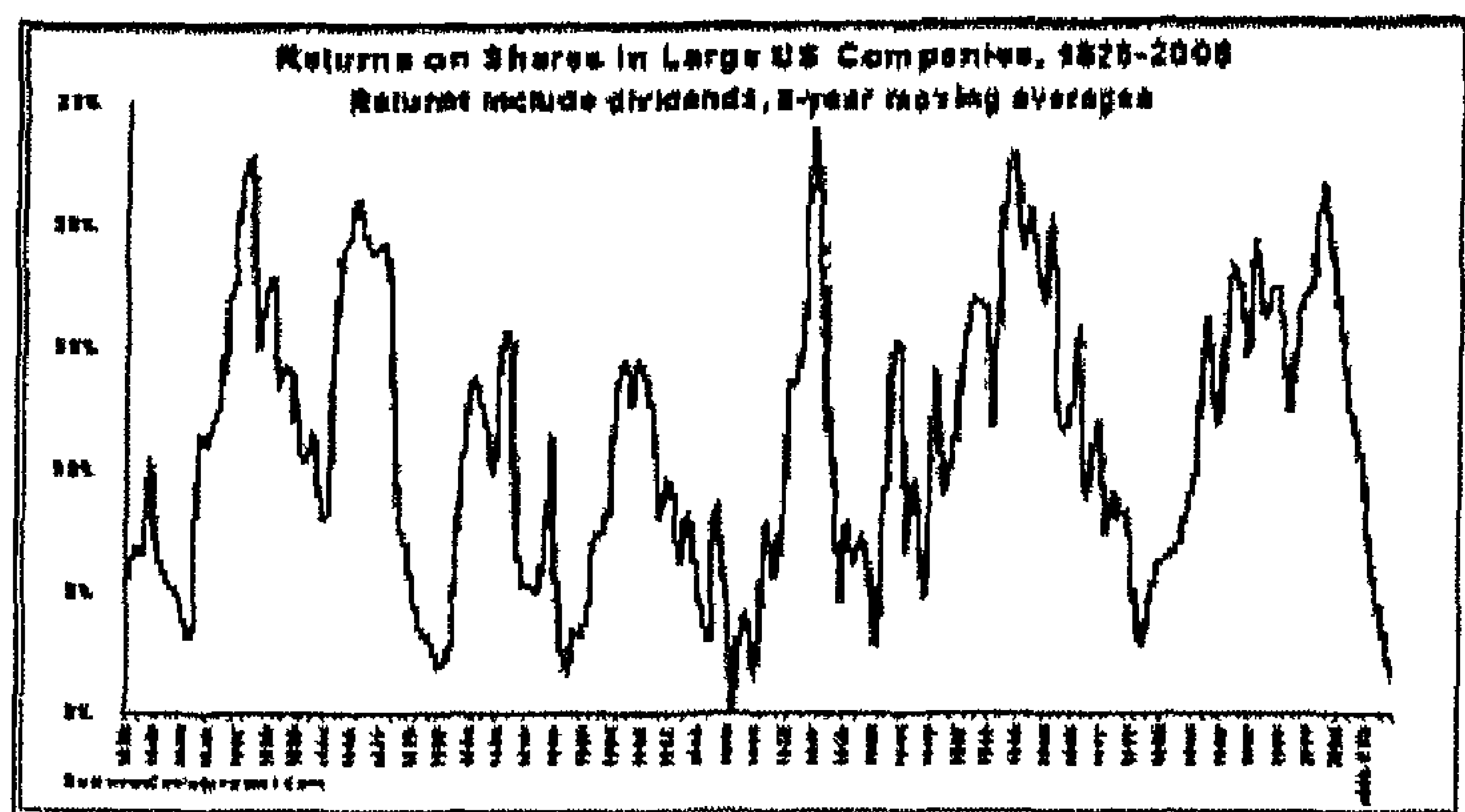
وأغلقت بورصة نيويورك على أقوى انخفاض منذ أحداث ١١ سبتمبر عام ٢٠٠١، حيث خسر مؤشر «الداو جونز الصناعي» أكثر من ٥٠٠ نقطة بنسبة ٤,٥ بالمائة، فيما يعد سادس أكبر تراجع في تاريخ الـ«وول ستريت». وانخفض مؤشر «ستاندرد أند بورز» لأكبر ٥٠٠ شركة أمريكية إلى أدنى مستوياته في عامين. وبلغ معدل خسائر مؤشر «داو جونز الصناعي» يوم ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨ نحو ٣٠٠ نقطة.

وكانت مؤشرات الأسهم في أوروبا وآسيا هوت بشدة ذلك اليوم، حيث هبط مؤشر «فاينانشيال تايمز»، بنسبة ٧. ٢ بالمائة، بينما هوى مؤشر «كاك ٤٠ الفرنسي» بنسبة ٤. ٣ بالمائة، ومؤشر «داكس الألماني» بنسبة ٨. ٢ بالمائة. وفي آسيا، أنهى المؤشر الرئيس في أستراليا التعاملات، متراجعاً بنسبة ١.٨ بالمائة، وفي سنغافورة هبط مؤشر «إس تي إي» بنسبة ٣. ٢. وفي تايوان أغلق المؤشر الرئيس للأسهم على انخفاض بنسبة ٤بالمائة، وفي الهند هوت أسعار الأسهم بأكثر من ٥ بالمائة. غير أن معظم البورصات الرئيسة في آسيا ـ مثل طوكيو، وهونغ كونغ، وشنغهاي، وسيؤول ـ كانت مغلقة يوم الاثنين ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨، بسبب عطلات هناك، الأمر الذي أبعدها نوعاً ما عن صدمة التراجعات.

وفي الوقت نفسه تراجعت قيمة الدولار في التعاملات الآسيوية ،وهبط سعر الدولار بنسبة ٣. ٢ بالمائة إلى ٤٥. ١٠٥ ين، كما ارتفعت قيمة اليورو مقابل الدولار بنسبة ٧. ١ بالمائة، ليصل اليورو إلى ٤٤٧٩. ١ دولار.

وفي موسكو خسر المؤشر ١٧ بالمائة، مما اضطر المسئولين إلى تعليق التداول للحد من الخسائر، وأغلقت البورصة في اليوم التالي، فيما هبط سعر النفط دون الـ٩٥ دولار للمرة الأولى منذ ٦ أشهر.

وتأثرت أسواق الشرق الأوسط بشدة، حيث سجلت الأسهم الخليجية أدنى مستوى لها خلال ١٧ شهراً، وكان أكبر الخاسرين سوق الدوحة، وسوق السعودية بخسائر قاربت الـ٧ بالمائة.



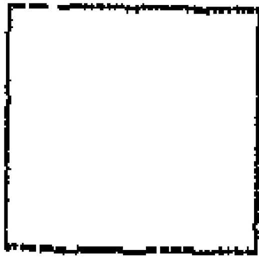
حركة العوائد في الشركات الأمريكية الكبرى حتى عام ٢٠٠٨

الفصل الخامس

الأوراق المالية المتداولة في البورصة الأمريكية

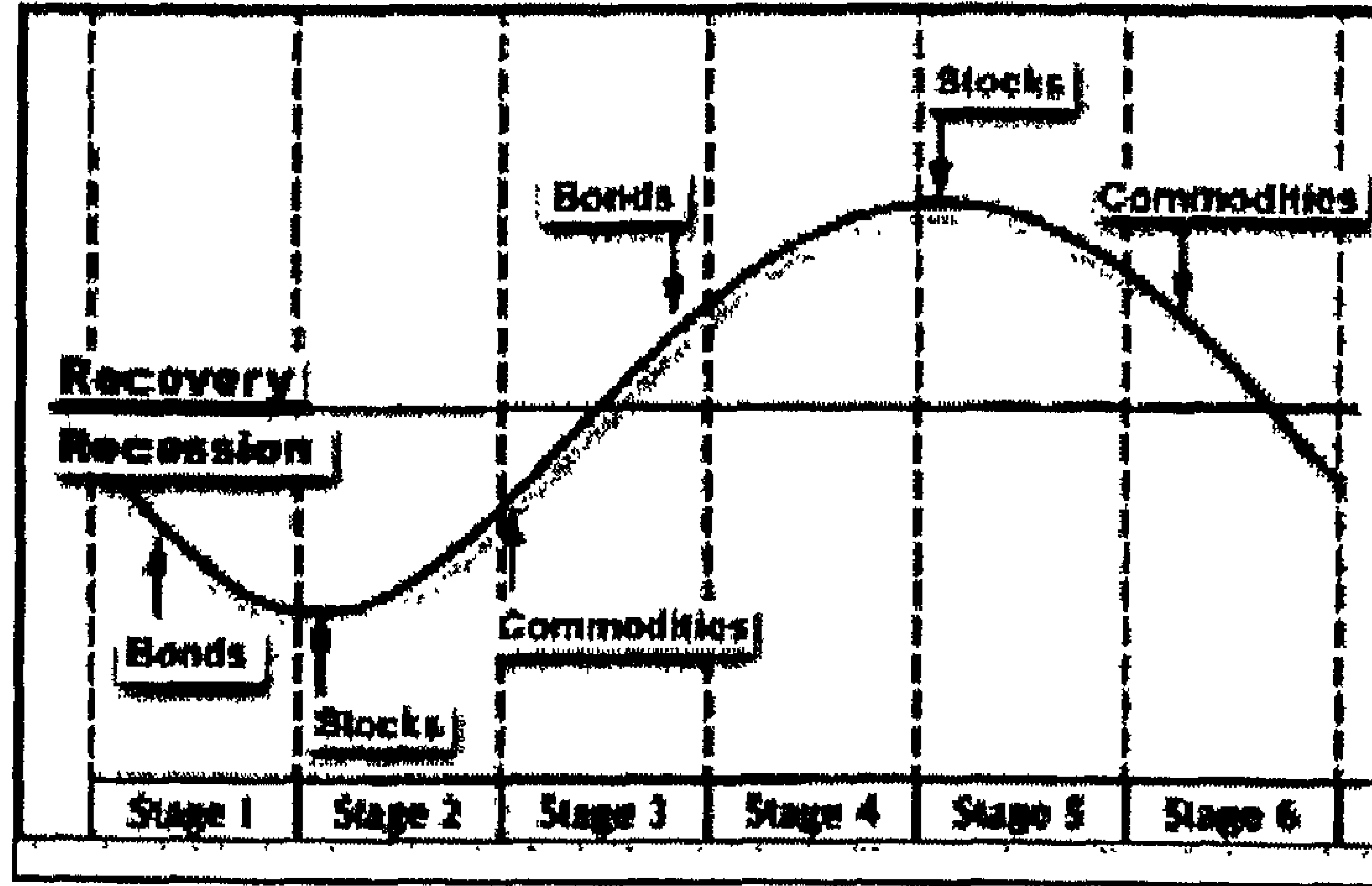
الفصل الخامس
الأوراق المالية المتداولة

المحتويات



تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق المال كما أوضحنا ومن ثم فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق. وتشير الورقة المالية Security إلى التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه الجهة أو الشركة أو المنشأة المصدرة لهذه الورقة، والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أو هما معاً.

ويوجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية، إذ يمكن تصنيفها على أساس عمر الورقة، وعند ذلك يمكن التمييز بين أوراق مالية طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل. كما يمكن تصنيف الأوراق المالية حسب ماهية الورقة المالية، وعندئذ يمكن التمييز بين أوراق مالية تمثل صك الملكية مثل الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل صك مديونية مثل السندات وأوراق مالية مختلطة مثل الأسهم الممتازة.



الأوراق المالية المتداولة في السوق الأمريكية

وهناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق الأميركي وفيما يلي نتناول أهم الأدوات وهي الأسهم Equities والسندات Bonds وحصص التأسيس وصكوك التمويل وصناديق الاستثمار Mutual funds والمشتقات المالية. وصناديق تداول النقد ETFs

» المبحث الأول

الأسهم
Equities

أن أكثر أدوات الاستثمار في الأسواق المالية شيوعا بين المستثمرين هو الاستثمار في الأسهم، حيث تقوم الشركات بإصدارها من اجل تمويل احتياجاتها طويلة الأجل، ويمكن تعريف السهم بأنه صك يمثل حصة في رأسمال الشركة، بحيث تعني كلمة « سهم » حق الشريك في هذه الشركة، فعند تأسيس أية شركة مساهمة فإن رأسمالها يتكون من عدد من الحصص المتساوية يسمي كل حصة من هذه الحصص سهماً. وهي عبارة عن أجزاء متساوية من ملكية الشركة من يمتلكها فهو يمتلك جزء من الشركة بحسب نسبة تملكه من الأسهم. ويحدد المؤسسين في عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للشركة إصدارها والقيمة الاسمية لكل سهم، ويعرف هذا الحد الأقصى برأس المال المرخص به.

وعادة ما تكون الشركات ذات رؤوس أموال كبيرة لا يستطيع شخص واحد أو حتى عدة أشخاص تملكها فيتم تجزئة الشركة للحصول على ملاك جدد (وبالتالي رؤوس أموال جديدة) وقد تتضخم الشركة وتكبر وتحتاج إلى مزيد من الأموال لتمويل إنشاءات جديدة أو الدخول في مجالات أخرى أو تطوير منتجاتها فتحتاج إلى زيادة رأس مالها .. فتقوم الشركة ببيع حصة منها عن طريق ما يسمى بالإصدار الأولي بالأسهم وهي عملية تسمى (الاكتتاب) وفيه تتفق الشركة مع أحد بيوت الاستثمار أو احد البنوك لبيع كل أو جزء من الشركة على هيئة عدد من الأسهم)قد تصل إلى ملايين الأسهم) بقيمة اسمية له تمهيدا لطرحه للتداول العام للأفراد وهي ما يسمى بالإصدار الثانوي (عملية طرحه للناس في الإصدار الثانوي هي إدراجه بالبورصة) ومن ثم يتم تداوله بين الأفراد حسب قوى العرض والطلب.

حقوق حملة الأسهم

يعطي السهم لحامله الحق في الحصول على توزيعات (كوبونات أو أسهم مجانية أو ...الخ) إذا ما حققت الشركة أرباحاً وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، وليس من حق

حامل السهم مطالبة الشركة باسترداد قيمته طالما أن الشركة ما زالت تزاول النشاط. ولكن يمكن لحامل السهم بيعه في البورصة إذا كانت أسهم الشركة تتداول في البورصة ولكن في نفس الوقت تمنح بعض الشركات حقوقا تشجيعية لمساهميها لغرض جذب رؤوس أموالهم ولغرض حصر ملكية الأسهم لدى مالكيها الأساسيين من أجل السيطرة على إدارتها.

ومن أمثال تلك الحقوق:

١- الحق في حصة من أصول الشركة حسب نسبة الأسهم التي يمتلكها.

٢- حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم التي يمتلكها.

٣- حق تحويل ملكيته للأسهم إلى شخص آخر.

٤- حصر بيع الأسهم الجديدة المصدرة إلى حاملي الأسهم عن طريق الاكتتاب الخاص.

٥- منح الأسهم المصدرة حديثا مجانا (scrip issues)[٢٧] إلى حاملي الأسهم وكل بحسب نسبة مشاركته في أسهم الشركة المساهمة وذلك بدلا من منحهم أرباحاً نقدية على أسهمهم.

٦- هناك بعض الشركات الاستثمارية من تشتري أسهم بإعداد كبيرة من شركات مساهمة تصل إلى ٨٠٪ من مجموع أسهمها الكلية . فعند إصدار أسهم جديدة سوف لن يتم الإخلال بالمحافظة على تلك النسبة . وعليه وفقا لذلك تصدر الشركات المساهمة حقوقا تسمى(preemption rights)[٢٨] .

٧- إصدار حقوق الأسهم(stock rights) . وهي تلك الحقوق التي تمنح لحاملي الأسهم والتي تسمح بشراء كمية معينة ولمدة محددة أسهم الإصدارات الجديدة والتي يمكن بعد ذلك بيع تلك الحقوق في السوق المالي خلال تلك الفترة المحددة.

٨- حق اقتسام أصول الشركة عند التصفية وذلك على قدم المساواة مع المساهمين الآخرين.

---

٢٧ Becket, Michael, how the stock market works, printed in Great Britain by Thanet press ,٢٠٠٢, p١٦٠.
٢٨ نفس المصدر ص.١٥٩

كما أن هناك حقوقا أساسية وثابتة لحاملي الأسهم منها حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يمتلكه من أسهم فيما يتعلق بانتخاب ممثليهم في مجلس إدارة الشركة أو في اقتراح بعض الخطط والإجراءات التي قد تكون ذات نفع لإدارة الشركة . كزيادة عدد الأسهم مثلا. إلا أن هذه الاقتراحات ليست ملزمة لمجلس الإدارة. وحق الإطلاع على دفاتر الشركة.

ومن الحقوق الأخرى الممنوحة للمساهمين هو حق الحصول على حصة من أرباح الشركة حيث تقوم عادة معظم الشركات المساهمة بالإعلان عن هذه الأرباح في حساباتها الختامية الربعية بالإضافة إلى الإعلان عن الجزء المخصص من هذه الأرباح للتوزيع على المساهمين في هذه الفترة المالية فمجرد الإعلان عن هذه الأرقام تصبح الشركة ملزمة بتسديد ما يلزم للمساهمين . ويعتبر هذا الحق من أهم الحقوق التي يمتلكها المساهمين.

القيم المختلفة للسهم

١) القيمة الاسمية Par Value:

هي القيمة التي صدر بها السهم، وتُدرج على وجه الصك، وتسجل في دفاتر الشركة، و على ذلك فإن القيمة الاسمية للسهم تعادل قيمته في دفاتر الشركة وقت إصداره.

٢) القيمة الدفترية Book Value:

هي القيمة الاسمية مضافاً إليها الاحتياطيات والأرباح المحتجزة، وتتغير من عام لآخر.

٣) القيمة السوقية Market Value:

هي القيمة الحقيقية للسهم بالبورصة، وتتغير طبقاً لمعدلات أرباح الشركة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية بالبورصة.

أنواع الأسهم

إن للأسهم أنواع عديدة تختلف وفقاً لأهداف المستثمرين من الحصول عليها، أو وفقاً للخطط الاستثمارية والقطاع الذي ينتمي إليه السهم وعلى حسب طبيعة هذا السهم ويمكن تقسيمها أيضا طبقاً للقيمة السوقية market Capitalization.

أ) أنواع الأسهم وفقاً للتداول:

تنقسم أسهم الشركات المدرجة بالبورصة وفقاً لتداولها إلى عدة أنواع:

- **الأسهم المصرح بها للتداول Authorized Stocks**: هي ذلك المقدار الذي حددته الشركة للتداول عند تسجيلها، ويجوز لها إصدار هذا المقدار فقط. ويقسم رأس المال في هذه الحالة إلى حصص متساوية يطلق على كل منها اسم السهم المصرح به أو المرخص به.

- **أسهم التداول الحر Free Floating Stocks**: هي الأسهم المطروحة بالبورصة ومتاحة للبيع والشراء من إجمالي عدد أسهم الشركة.

- **الأسهم غير المصدرة Un-Issued Stocks**: هي أسهم مصرح بها ولكن لم تصدرها الشركة بعد. ومعظم الشركات تصدر أسهم أقل من المصرح بها وتحتفظ بالباقي لاستخدامها في المستقبل.

- **الأسهم المصدرة Issued Stocks**: هي ذلك الجزء من الأسهم التي أصدرتها الشركة وتم بيعها للمستثمرين. ففي بعض الأحوال قد لا تقوم الشركة باصدار أسهم رأس المال المرخص بالكامل مرة واحدة، وفي هذه الحالة يسمى الجزء من أسهم رأس المال الذي تصدره الشركة فعلاً باسم رأس المال المصدر أو الأسهم المصدرة.

- **أسهم الإصدار الأول العام Initial Public Offering**: هي الأسهم التي تباع لأول مرة للجمهور، وتقوم الشركة بتعيين إحدى شركات الأوراق المالية لإدارة عملية الإصدار الأول من خلال إصدار نشرة اكتتاب تتضمن مزايا الاكتتاب في الأسهم المطلوب طرحها.

- **أسهم الطرح الخاص Private Placement**: ويقصد به بيع أسهم الشركة إلى عدد قليل من المستثمرين غالباً ما يكونوا معروفين للمؤسسين وذلك عند تأسيس الشركات المساهمة.

- **الأسهم المعروضة للتداول Outstanding Stocks**: هي الأسهم المصدرة الموجودة حالياً لدى الجمهور، علماً بأن ذلك لا ينبغي أن يتطابق بالضرورة مع الأسهم المصدرة، وذلك لأن بعضها تعتبر (سندات خزانة).

٢) أنواع الأسهم وفقاً للقيمة السوقية:

تنقسم أسهم الشركات المتداولة بالبورصة وفقاً لطبيعتها إلى:

أسهم الشركات الضخمة Blue Chips: تسمى أحياناً بأسهم الأمان والاستقرار Big Cap.وتسمى Blue Chips أي «القطع الزرقاء»، وهي كناية عن القيمة العالية التي تتمتع بها هذه الأسهم في نظر المستثمرين، ولها شروط لكي تأخذ هذا الاسم، فهي أسهم شركات ضخمة راسخة، أي أنها أسهم أكبر الشركات في السوق والتي لها تاريخ طويل من الأرباح ودفعات أرباح منتظمة للمساهمين، ولها مستقبل مخطط له، ونموها يتم بخُطى أكيدة، وهي من أقل الشركات مخاطرة بالنسبة للمستثمرين، فهي مستقرة مالياً ولا تتأثر بالتقلبات الاقتصادية، ولا خوف على رؤوس الأموال التي تدخل فيها، فسعرها السوقي يتحرك ببطء وقد لا يرتفع إلى درجات عالية وإذا انخفض يرتفع مرة أخرى لمستواه السابق ولكن السهم يُدر أرباحه بانتظام على المستثمر وهذا النوع من الأسهم يناسب المستثمر المحافظ الذي يبحث عن الأمان والاستقرار لماله قبل كل شيء، وتستهوى أولئك الذين يسعون إلى كلاً من الدخل الجاري والأرباح على المدى الطويل، وهذه الشروط ثابتة لم تتغير على مر الزمن ولكن الشركات هي التي تُضم تارة إلى هذه القائمة وتارة تُحذف حسب انطباق الشروط عليها .

أسهم النمو Growth Stocks: هي أسهم شركات تنمو مبيعاتها وأرباحها بسرعة تفوق نمو الاقتصاد عامةً ومعدل نمو الصناعة التي تنتمي إليها، وتكون هذه الشركات رائدة في مجالها وهمها الأكبر هو النمو وزيادة الدخل والأرباح، فهي تستثمر كل أرباحها في عملية دفع نموها، فلا توزعها وذلك في محاولة لتمويل توسعها من الداخل، أو قد تكون حصص الأرباح صغيرة ولكن قيمتها وسعرها قد يرتفعان مع الزمن بشكل كبير، وهذا الازدياد في القيمة يعوض المساهم أحياناً أضعاف ما يمكن أن يكون قد فاته من توزيع أرباح إذا قورنت بغيرها من الأسهم، وهذه الأسهم كثيرة التقلب وهي متطرفة في تحركاتها، فإذا ارتفعت سبقت أكثر الأسهم بصعودها ولكنها إذا هبطت كان هبوطها شديداً، وهي مناسبة للمستثمرين الذين يسعون بصورة مبدئية للحصول على أرباح رأسمالية على المدى الطويل بدلاً من الدخل، وهي تميل إلى كونها سريعة التغير وبالتالي كبيرة المخاطرة مقارنةً بمعظم الأسهم، ويختلف المستثمرون حسب سياستهم الاستثمارية في تحديد الشركات ذات النمو الكبير التي يحبذون الاستثمار فيها، فأصحاب النظرة المحافظة يفضلون الشركات التي تتصف بالأمان والاستقرار والتي تُظهر نمواً مع مكانتها المالية، أما غيرهم من الذين يتحلون بروح المغامرة والرغبة في المخاطرة فيختارون شركات عادةً ما

تكـــون أصغر حجماً ولكن إمكانيات النمو فيها أكبر. ويجب الملاحظة أن أكثر الشـــركات تمر بفترة من النمو الكبير ثم تتوقف لأنه لا يمكن أن يستمر النمو الكبير إلى ما لا نهاية وعليه يجب على المســـتثمر معرفة مرحلة تطور نمو الشـــركة ونمو الصناعة التي تنتمي إليها. ومن الصناعات التي يتفق أكثر الخبراء أنها ســـتبقى على درب النمو الكبير لعدة ســـنوات قادمة صناعة الكمبيوتر. صناعة الإلكترونيات. صناعة الأجهزة الطبية وصناعة الرعاية الطبية .

الأســـهم الدفاعية Defensive Stocks: هي أســـهم الشركات التي لا تتأثر بالتقلبات الاقتصاديـــة أو بدورة العمل التجاري. لذلك فأرباحها مســـتمرة وتوزعهـــا دائماً. وقد تتعدى هذه الأرباح ١٠٪ ســـنوياً. والمثال على ذلك أســـهم الطاقة والشركات التي تصنع أساسيات الحياة من مأكل ومشرب وشركات المطاحن وشركات الأدوية وغيرها من الأسهم ذات الدخل المرتفع. فهذه الأسهم تحقق عادةً أرباحاً منتظمة وتوزع قسماً كبيراً منها على المساهمين. فهي تعطي دخل مرتفع بصورة منتظمة ويرغب بهذه الأسهم عادة المتقاعدين والمستثمرين طويلـــي الأجل. علماً بأن اختيار تلك الأســـهم عملية دقيقة لأن هناك العديد من الأســـهم التي توزع أرباح تفوق المعدل لتحاول جذب المســـاهمين نحوها ولتغطية مشـــاكلها الحالية التي قد تؤثر على أرباحها المستقبلية فهي تعوض عدم ارتفاع قيمة أسهمها بتوزيع الأرباح الكبيـــرة. فيجب التركيز في البحث عن شـــركات جيدة وقوية توزع أربـــاح بصورة منتظمة وتكون في مرحلة النضج واكتمل نموها .

أســـهم الدخل Income Stocks: هي أسهم الشـــركات المشتغلة بصناعات ناضجة، والتـــي تميل إلى دفع جزء ملمـــوس من دخلها كحصص أرباح. وشـــركات الخدمات مثال لها. وهي مناســـبة لأولئك المستثمرون الأكبر ســـناً الذين يكون اهتمامهم الرئيسي هو الدخل الجاري بدلاً من الأرباح الرأسمالية

الأسهم الدورية Cyclical Stocks: هي أسهم في شركات كبيرة. معظمها في مجال الصناعات الأساســـية كالســـيارات والكيماويات والطيران والصلب والألمونيوم والأســـمنت ومـــواد البناء والتشـــييد. وتعكـــس عائداتها الاقتصـــاد ككل. بمعنى أنها تزدهـــر عند ازدهار الاقتصـــاد وتنخفـــض قيمتها عند تعثره. وهي حساســـة جـــداً للـــدورات الاقتصادية. فأيام الكســـاد يقل ربحها وتهبط أســـعار أسهمها. وعند أول بادرة تحُســـن تقفز أرباحها وأسعار أســـهمها وقد يجد فيها المستثمر المتتبع لتقلبات الاقتصاد مجالاً للربح إذا أحسن توقيت Timing مشـــترياته. فخلال الركود الذي ضرب الاقتصـــاد الأمريكي خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩١ انخفض سعر سهم شركة " كرايزلر " مثلاً الى ٩ دولارات ليرتفع خلال فترة الازدهار التالي

تلت هذا الركود واستمرت حتى ١٩٩٩ الى ما يقارب ٥٠ دولار للسهم الواحد. علماً بأن العديد من الصناعات تنتقل لتصبح دورية بعد أن كانت ذات نمو كبير، فتنتقل من تصنيف إلى آخر مع الزمن ومع تطورها. وهذه الأسهم تحوز على اهتمام المستثمرين الذين يشعرون بأنهم يمكنهم الاستفادة من الاندفاع المستقبلي للاقتصاد .

أسهم المضاربة Speculative Stocks: هي الأسهم التي لا ترتبط بأداء الشركة بل تتحرك بناءً على العرض والطلب، وعادةً تكون نسبة تذبذبها كبيرة وتصدر عن شركات صغيرة الحجم نسبياً وضعيفة مالياً. وغالباً يكون لها أرباح جارية ضعيفة أو معدومة ولكنها من المحتمل أن تحقق أرباح رأسمالية ضخمة ومنها جميع الشركات الجديدة التي لم تثبت جدارتها ولم تستطع الصمود بالسوق أو التي تكون في طور إعادة تنظيم أو إفلاس وتباع أسهمها بأسعار رخيصة، وكذلك أسهم الاكتشافات العلمية التي لم تثبت جدواها مثل أسهم شركات التقنية الحيوية مثل شركات العقاقير أو شركات التغذية الجديدة. وأسهم الشركات التي تواجه مشاكل داخلية، وبعض شركات الكمبيوتر التي قد يكون سعرها متضخماً جداً بسبب إقبال المضاربين والمغامرين عليها. وهذه استثمارات خطرة ومن المحتمل أن تفقد تلك الافتراضات إذا لم تحقق الشركة ما تطمح إليه.

أسهم الخزانة Treasury Stocks: هي الأسهم غير المدفوعة التي حصلت عليها الشركة مرة أخرى من خلال الشراء من السوق المفتوحة أو بواسطة وسائل أخرى، ويمكن الاحتفاظ بها أو إعادة إصدارها أو إلغائها. وهي لا تحمل أي حق في التصويت أو في تحصيل حصص أرباح ولا تُستخدم في حساب أرباح كل سهم، وهي لا تعتبر جزء من رأسمال الشركة .

٣) أنواع الأسهم وفقاً لملكيتها:

تنقسم الأسهم المتداولة في البورصة وفقاً لملكيتها إلى:

الأسهم العادية Common Stocks:

يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصة المساهمين بشركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهماً Share ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك Stock Certificate ا حيث يوضح كل صك اسم الشركة المصدرة للسهم ونوع السهم ورقمه وعدد الأسهم بالصك، ومن ثم يعتبر السهم العادي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (وهي قيمة اسمية Par value) . تضمن حقوقا

وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية (Primary Markets) ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية. فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة[29](٣).

الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم العادية، في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية مضمونة القيمة:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية** : هي أسهم تصدرها الشركات حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة، على سبيل المثال أصدرت شركة جنرال موتورز أسهم أطلق عليها الفئة E حيث ربطت الشركة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الإلكترونية بالشركة.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة** : حيث تسمح تشريعات بعض الدول ومنها الولايات المتحدة الأمريكية للمنشآت أن تبيع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها، بخصم التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة والضريبة .

- **الأسهم العادية المضمونة** : هي نوع من الأسهم العادية التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض اذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم الى حد معين خلال فترة محدودة عقب اصدار السهم وإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم الى الحد المنصوص عليه، او تجاوز الانخفاض هذا الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحدودة، فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض.

الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وهي تمنح مالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب الأسهم العادية مثل:

---

٢٩ (٣) الاستثمارات والأسواق المالية، معروف، ص. ٩٢.

- تحصل عادةً على أرباح (لو تم الاتفاق على ذلك ضمن شروط الإصدار) تُحسب بناءً على نسبة معينة ثابتة من القيمة الاسمية. وتُعتبر صكوك مديونية على الشركة.

- يتمتع حاملها بأسبقية الحصول على نسبة من أرباح الشركة قبل حمَلة الأسهم العادية. وكذلك بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة أو عند تقسيم موجوداتها قبل حمَلة الأسهم العادية وبعد حمَلة السندات.

وتعتبر الأسهم الممتازة خليطا من الأسهم العادية والسندات. حيث كانت الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة المساهمة ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات. وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة[٣٠](٤). وهي نوع من الأسهم تتضمن بعض الصفات الخاصة. تعطي لأصحابها حقوقا تتميز عن الأسهم العادية [٣١](٥).

أنواع الأسهم الممتازة :

١- أسهم ممتازة من ناحية الدخل :

وهي أكثر أنواع الأسهم الممتازة شيوعاً. حيث يكون لحملة هذه الأسهم أسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة. وذلك قبل حملة الأسهم العادية. وليس المقصود بذلك أن أرباح الأسهم الممتازة مضمونة ولكن المقصود بذلك أنه إذا حققت الشركة أرباح وتقرر توزيع جزء منها على المساهمين فيجب أن يوزع على حملة الأسهم الممتازة أولاً نصيبهم من الأرباح المقررة لهم قبل أن توزع أي أرباح على حملة الأسهم العادية. فإذا حدث مثلاً أن الأرباح الموزعة كانت من نصيب الأسهم الممتازة فان حملة الأسهم العادية لن يحصلوا على شيء في هذه الحالة.

ولذا فان الأسهم الممتازة من ناحية الدخل تنقسم إلى :

- الأسهم التراكمية Cumulative .. لها حصة أرباح محددة ويجب دفعها. وفي حالة عدم الدفع يُسمح بتراكم هذه الأرباح لسنوات حتى يتم دفعها

- الأسهم غير التراكمية Non - Cumulative .. وهي الحالة التي لو لم تدفع فيها الشركة الأرباح في العام الحالي فلن تكون مدينة لحَملة الأسهم بها ولا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوافر الأرباح.

٣٠ (٤) المصدر نفسه. ص. ١٠٠-١٠١.
٣١ (٥) بن محمد الجمعة. معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية. ص. ٣٢٩.

٢- أسهم ممتازة من ناحية المشاركة Participating :

يتم فيها دفع حصة أرباح إضافية فوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة أرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.

٣ – أسهم ممتازة من ناحية القابلة للتحويل Convertible :

حيث يمكن تحويل هذه الأسهم إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد، ولأسباب معروفة فإن قيمة هذه الأسهم تميل إلى الارتفاع والانخفاض مع سعر الأسهم العادية. ويطبق مصطلح سعر التماثل على الأسهم العادية التي يمكن تسليفها بدلاً من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل. وسعر التماثل هو السعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي مساوياً في القيمة للسهم الممتاز، وعند مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف سعر السهم الممتاز، وبصورة عامة فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي سعر السوق للسهم مقسوماً على سعر تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي .

وتعتبر الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ميزة لكل من المساهم والشركة، فبالنسبة للمساهم الذي يتردد في أول الأمر في شراء أسهم الشركة لعدم اطمئنانه على مركزها المالي، يتيح له هذا النوع من الأسهم الممتازة درجة اطمئنان بما يقدمه من حق الأسبقية في الحصول على أرباح الشركة، وبعد فترة عندما تتحسن أحوال الشركة ويطمئن المساهم إلى قوة مركزها المالي، فقد يقوم بتحويل أسهمه إلى أسهم عادية والاستفادة بمزايا كونه مالكاً للشركة.

أما بالنسبة للشركة فان تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية يخفف على الشركة من عب الأسبقية ومن عبء دفع وتحديد شروط إصدار الأسهم بسبب التحويل، كأن ينص مثلاً على أن تحول الأرباح المتأخرة لحملة الأسهم الممتازة (في حالة الأسهم مجمعة الأرباح).

٤- أسهم ممتازة القابلة للسداد Callable :

وهي أسهم تحتفظ فيها الشركة بالحق في استعادتها أي شرائها مرة أخري بسعر ما (سعر الإصدار).

٥- أسهم ممتازة من ناحية الأصول:

يكون لحاملها أسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام أصول وموجودات الشركة في حالة التصفية وبذلك يسترد حملة الأسهم الممتازة من هذا النوع القيمة الاسمية لأسهمهم من قيمة موجودات وأصول الشركة. وما يتبقى من تلك الأصول يقسم بين حملة الأسهم العادية.

٦- أسهم ممتازة من ناحية حق التصويت:

في الغالب لا يكون للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية. غير أنه يحدث أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية. وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخابات أعضاء مجلس الإدارة وقد يكون الامتياز في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.

٧- أسهم مضمونة Guaranteed

حيث تضمن بعض الشركات نسبة معينة من الأرباح للأسهم التي تصدرها ويطلق على الأسهم الممتازة التي تتضمن هذا الشرط أسم الأسهم المضمونة.

الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة

ظهرت بعض الاتجاهات الحديثة بشأن إصدار الأسهم الممتازة حيث ظهرت بعض أنواع منها ذات التوزيعات المتغيرة أو التي تعطي لحاملها حق التصويت في مجلس إدارة المنشأة.

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل في الأسهم الممتازة أنها أوراق مالية ذات عائد ثابت. أما عن الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ٣ شهور حيث يتغير هذا العائد وفقاً للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن ٧,٥٪.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت : يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة - الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي هذا الحق - وذلك

كنوع من التعويض. إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عند حد معين.

عائد السهم

يهدف المستثمرين من الاستثمار في الأسهم إلى تحقيق عائد من الاستثمار. وهناك عدة أنواع من العائد في الأسهم وهي:

- عائد التوزيعات :

حيث يحصل السهم العادي على توزيعات عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحاً وتقرر توزيع بعضها أو كلها.

- العائد الرأسمالي :

يقصد بالعائد الرأسمالي للسهم العادي. العائد الذي يحققه المستثمر نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

- العائد الإجمالي للسهم العادي :

يقصد بالعائد الإجمالي للسهم العادي. العوائد الإجمالية التي يجنبها المستثمر في الأسهم العادية. وهي العائد الناتج من التوزيعات التي يحصل عليها السهم. والعائد الناتج من الارتفاع في القيمة السوقية للسهم بالإضافة إلى العائد الإضافي الذي يمكن أن يحققه المستثمر من استثمار التوزيعات التي تحصل عليها أسهمه.

٤) أنواع الأسهم وفقاً لحقول فعاليات الشركات:

- أسهم شركات التكنولوجيا العالية.
- أسهم شركات البترول وخدماتها.
- أسهم شركات الاتصالات.
- أسهم شركات إنتاج الأدوية وتوزيعها.

» المبحث الثاني

السندات
Bonds

وهـي ثاني أهـم الأوراق المالية المتداولة في البورصة الأمريكية وهي عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى الشركات (أو الحكومات) في زمن محدد)يسمى زمن التنفيذ) وبفوائد سنوية (أو نصف سنوية) ثابتة أو متغيرة حتى فترة تحصيله لدينه.عندما ترغب هذه الشركات (أو الحكومات) في الحصول على قروض لتمويل[٣٢] أنشطة إضافية بالشركة (أو للحكومة). فيقوم المستثمر (المُقرض) بالحصول على سعر فائدة (عائد) نظير إقراض أمواله لهم. وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها. كما يحصل المستثمر أيضاً على مبلغ استثماره الأصلي (المبلغ الأساسي أو سعر إصدار السندات) الذي يُستحق في نهاية أجل محدد. ويمكن إصدار السندات لفترات تصل إلى ثلاثين عاما. ويتم تصنيفها حسب جودتها أو احتمالات تسديد قيمتها. وهذا يتطلب من الشركة أن توكل أحد البنوك بطرح هذه السندات ليقوم الناس بشرائها. وبذلك تكون الشركة قد حصلت على ما تريد من أموال من السندات والتي تُعد التزاما مالياً عليها يجب سداده في وقت لاحق. وعليه فالسند يختلف عن القرض في أنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه. وبالتالي فهو يحتفظ بسيولة عالية لحامله بخلاف كونه صك يعطي لحامله الحق في فوائد. بالإضافة إلى حق استرداد قيمة الدين في تاريخ استحقاق السند. ولذا تعتبر السندات من مصادر التمويل المهمة للشركات وخصوصا الكبيرة منها ، وتعتبر كذلك من الأدوات المهمة للتحكم في عرض النقد خصوصا في البلدان المتقدمة اقتصاديا وذلك عن طريق عمليات السوق المفتوحة (open market operations) حيث تعتبر وسيلة مهمة في التأثير على حجم الائتمان لدى المصارف .[٣٣]

والسندات تعتبر أداة قد تستخدمها الحكومة الأمريكية وتصدرها للحصول على الأموال التي تريدها وتصدر بذلك سندات بفوائد نصف سنوية وتقوم بتسديدها بعد مرور ١٠ سنوات على السند. وهذا النوع من السندات يسمى بأذونات الخزينة الأمريكية (Treasury bills) وهي من الأهمية حيث يبني غالبية المستثمرين بالبورصات المختلفة قراراتهم على أسعار فوائدها السنوية لتحديد أسعار المنتجات الاستثمارية الأخرى كالأسهم .

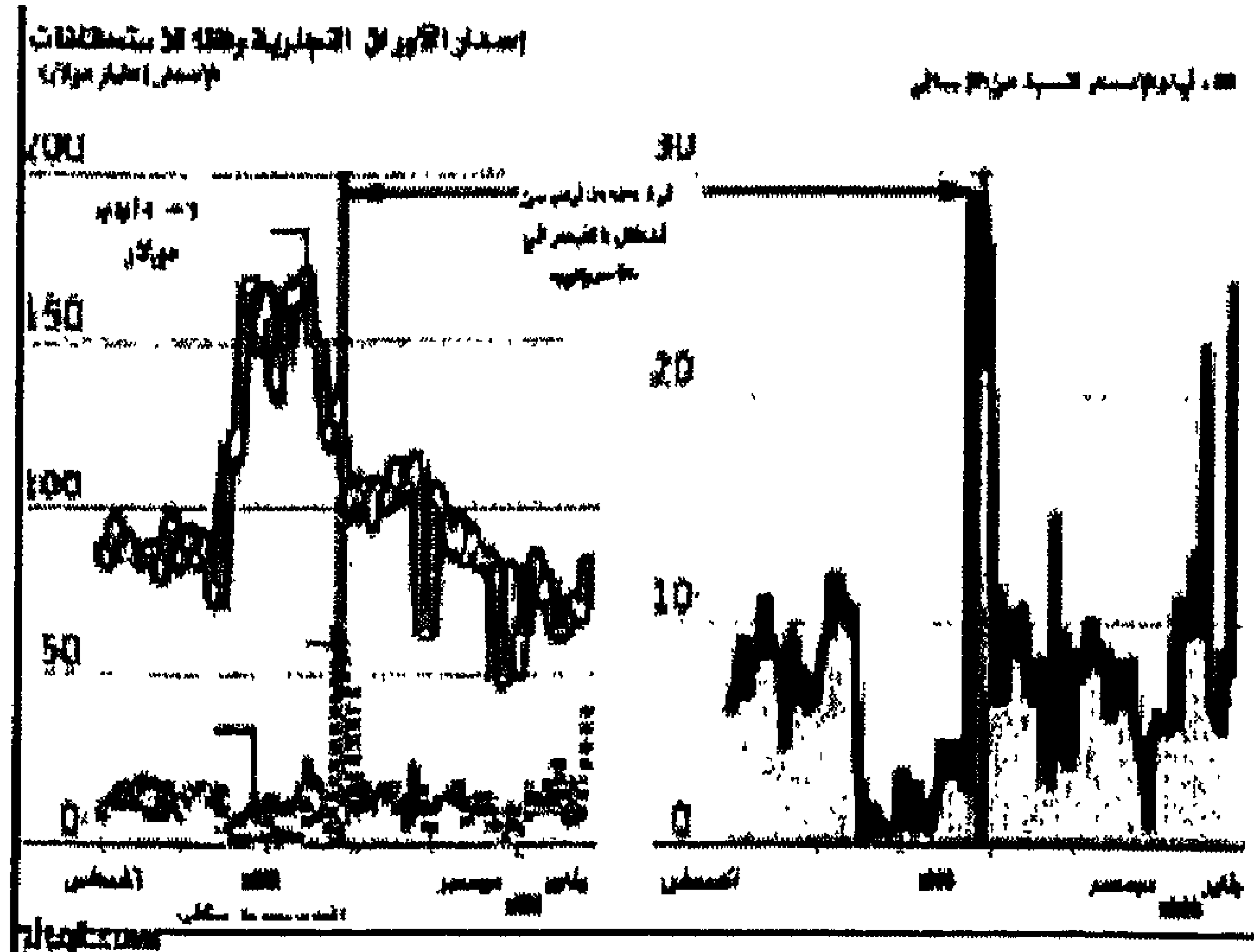
---

٣٢ ٢٦- كتاب الأهرام الاقتصادي - العدد (١٠٠) - مايو ١٩٩٦م .
٣٣ Kidwell , David and others , financial institutions ,markets and money ,٨th edition ,USA ,٢٠٠٣,p٩٢

وقد تصدر سندات الدين عن الشركات بديلا للأسهم لتجمع أموالا وبذلك تصبح الشركة مدينة لصاحب السند بقيمته بالإضافة إلى إلزامها بدفع فوائده الشهرية، ولحامل السند عدم الأحقية في الأرباح المحصلة من الشركة وليس عليه تحمل خسائرها.

كما أن هناك بعض السندات لحاملها حق التحويل السند إلى سهم حسب شروط معينة، وللسندات أسعار مختلفة يمكن أن تباع بها وتشترى حسب قيمة الفائدة إلى سعرها فمثلا.. سند بمليون دولار له فترة استحقاق بعد ٨ سنوات ويربح ١٠٪ سنويا يتم تحديد السعر حسب رغبة المستثمر وكذلك قوى العرض والطلب وقوة ربحية السند بالنسبة للسهم في الأسواق، فقد يتفوق السهم عن السند في ربحيته مما يجعل المستثمرين يعزفون عن السندات وبالتالي تهبط أسعارها. ما يهمنا هنا هو قوة السند الاستثمارية كأداة خالية المخاطر وقد تصدر سندات الدين عن الشركات بديلا للأسهم لتجمع أموالا وبذلك تصبح الشركة مدينة لصاحب السند بقيمته بالإضافة إلى إلزامها بدفع فوائده الشهرية، ولحامل السند عدم الأحقية في الأرباح المحصلة من الشركة وليس عليه تحمل خسائرها.

كما أن هناك بعض السندات لحاملها حق التحويل السند إلى سهم حسب شروط معينة، وللسندات أسعار مختلفة يمكن أن تباع بها وتشترى حسب قيمة الفائدة إلى سعرها.



أنواع السندات

تختلف أنواع السـندات وفقاً للجهة المصدرة للسند، فهي إما أن تصدرها الحكومة أو تصدرها الشركات، ولذا فهي نوعين ..

- السندات الحكومية (Government Bonds)

هـي وثائق الدين العام طويلة الأجل، وتصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة للدولة وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال. وتستخدم هذه السندات كأحد عناصر الاحتياطي النقدي، كما تشتريها المصارف، وبعض أفراد القطاع العائلي، والأجانب والسندات الحكومية في أمريكا هي سندات تصدرها الحكومة الأمريكية للحصول على الأموال التي تريدها للإنفاق العام ولمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وهـي إما أن تكون دائمة أي لا تحدد فيها الدولة تاريخ السداد ولكن تدفع الفائدة عليها كل فترة محددة (سنة أو ستة أشهر)، أو تكون قابلة للاستهلاك ومحددة بتاريخ معين للسداد ومنها السندات التي يسمى بأذونات الخزينة الأمريكية (Treasury bills) وتقوم بتسديدها بعد مرور ١٠ سنوات على السند، وهذا النوع من وهي من الأهمية حيث يبني غالبية المستثمرين بالبورصات المختلفة قراراتهم على أسعار فوائدها السنوية لتحديد أسعار المنتجات الاستثمارية الأخرى كالأسهم.

- سندات الشركات Corporate Bonds:

هي سندات تصدرها الشركات المساهمة للاقتراض من الجمهور.

عائد السندات

في جميع إصدارات السندات قد تكون الفائدة ثابتة أو متغيرة بناءً على قرار الشركة مصدرة السند ..

١) السندات الثابتة: هي سندات ذات عائد ثابت، فلو فرضنا أن قيمة السند ١٠٠٠ جنيه، وتاريخ استحقاقه بعد ١٠ سنوات بعائد سنوي ١٠٪، فمن المتوقع أن يحصل المستثمر على ١٠٠ جنيه كل عام حتى تاريخ الاستحقاق وفي نهاية الاستحقاق يحصل على ١٠٠٠ جنيه أو قيمة السند الاسمية.

٢) السندات المتغيرة: لها أسعار فائدة متغيرة حيث يتم تغيير الكوبونات بما يتماشي مع المتغيرات في سعر الفائدة الأساسي. فلو فرضنا أن القيمة الاسمية للسند ١٠٠٠ جنيه بعائد سنوي يساوي (سعر فائدة أذون الخزانة ٩١ يوماً + ٠,٧٥٪) وتصرف الفائدة (الكوبون) كل ثلاثة أشهر. وبفرض أن فائدة أذون الخزانة هي ٨,٨٩٪ فيتم حساب الفائدة على السند كما يلي: ١٠٠٠ x (٨,٨٩٪ + ٠,٧٥٪) x ٣٦٥ ÷ ٩١ = ٢٤,٣ جنيه (تُصرف كل ٣ شهور) وقد يتغير سعر الفائدة٣٤ لأذون الخزانة ٩١ يوم كل فترة. وبالتالي فإن كوبونات السندات سوف تتغير تباعاً لتتماشي مع سعر الفائدة الجديد. وتوفر هذه السندات الحماية للشركة التي أصدرت السند مع نقص الفائدة بالمقارنة بأسعار فائدة السوق. وفي حالة إفلاس الشركة يحصل حامل السند على أمواله قبل حامل السهم حيث أنه يعتبر من الدائنين بينما يعتبر حامل السهم شريك في الشركة .

٣٤

» المبحث الثالث

وثائق صناديق الاستثمار
Mutual Funds

تُعرف صناديق الاستثمار بأنها أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها، وتُصدر مقابل لها أوراقاً مالية تسمي وثائق صناديق الاستثمار، وتقوم هذه الصناديق بإدارة هذه الأموال بالنيابة عن الأفراد (بالإضافة إلى رأسمال مؤسسي الصندوق) في سلة أو محفظة من الأوراق المالية المختلفة (أسهم، سندات، أذون خزانة، وغيرها) من خلال إدارة فنية متخصصة، بهدف زيادة عوائد الاستثمار، مع الحفاظ على رأس المال وتحقيق المزايا التي لا يمكن للأفراد تحقيقها منفردين، ويتحدد سعر الصندوق بأخر سعر تم التداول عليه لجميع الأسهم فيه، وقد يتجزأ الصندوق هو كذلك إلى أسهم ويتم الشراء فيه وبيعه. وهناك صناديق استثمار خاصة بالأسهم فقط مثل صندوق ماثيو شاينا وصندوق كومستيك كابيتال فاليو وأخرى خاصة بالسندات فقط مثل صناديق بنك لوان وكذلك هناك الصناديق المختلطة.

أنواع صناديق الاستثمار

تختلف أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لطبيعتها ووفقاً للهدف من تكوينها

ا) أنواع الصناديق وفقا لطبيعتها:

- **صندوق الاستثمار المباشر:** ويقوم هذا الصندوق بالاستثمار مباشرةً في تأسيس شركات جديدة أو في شراء حصص في شركات قائمة أو بإعادة هيكلة شركة خاسرة .

- **صندوق الاستثمار غير المباشر:** ويقوم الصندوق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية بتكوين محافظ استثمارية من الأسهم والسندات بحسب الغرض من نشاطه، وهو ينقسم إلى نوعين:

- صناديق الاستثمار المغلقة Closed Ended Funds: هذا النوع لا يسمح لحملة الوثائق باسترداد قيمة الوثيقة قبل انقضاء مدتها. وإذا كانت هذه الوثائق متداولة بالبورصة يمكن للمستثمر الراغب في ذلك بيعها بالبورصة بدلاً من الانتظار حتى انقضاء مدتها. وهي تقتصر على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين. لها هدف محدد وعمر محدد ثم يصفي بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين. وتتميز بثبات هيكل رأسمالها. وبالتالي فإن عدد الأسهم المتداولة لها ثابت ولا يتغير .

- صناديق الاستثمار المفتوحة Opened Ended Funds: هذا النوع من صناديق الاستثمار يسمح للمستثمرين من حملة الوثائق باسترداد قيمة الوثيقة قبل انقضاء مدتها. ويتم تحديد سعر استرداد الوثيقة بناءً على صافي قيمة أصول الصندوق في تاريخ الاسترداد. وهي صناديق مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين. وتتميز بتقديم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع وإعادة الشراء وإعادة البيع لعملائها. كما أن عدد أسهم محافظها غير ثابت وغير محدد. ويتغير نتيجة عمليات البيع والشراء .

صناديق الاستثمار المغلقة تختلف عن صناديق الاستثمار المفتوحة. حيث يتم التداول على الصناديق المغلقة بحرية في أسواق المال مثلها مثل الأوراق المالية الأخرى. وهي تلعب دوراً مهماً في أسواق المال كوسيلة فعالة في تجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة. والمستثمرون المستهدفون لهذه الصناديق هم الذين لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة من الأوراق المالية أو تتوافر لهم الموارد المالية ولكن تنقصهم الخبرة والدراية أو ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحافظ. أما الأوراق المكونة لمحفظة الصندوق فهي ذات تداول عام مثل الأسهم والسندات وأذون الخزانة وليس من حق المستثمر أن يدّعي ملكية أوراقاً معينة داخل المحفظة. إنما يتمثل حقه فقط في حصة في المحفظة يحصل فيما يقابلها على وثيقة دالة على ذلك .

٢) أنواع الصناديق وفقاً للهدف منها:

- صناديق النمو Growth Funds: يركز هذا النوع من الصناديق على الاستثمار في الأسهم .

- صناديق الدخل Income Funds: تقوم هذه الصناديق بتوظيف أغلب أموالها في السندات ذات معدلات الفائدة الثابتة .

- **الصناديق المتوازنة Balanced Funds**: تقوم هذه الصناديق بتقسيم استثماراتها فيما بين الأوراق المالية ذات معدل الفائدة الثابت وبين الأسهم العادية منخفضة المخاطر.

- **صناديق المؤشرات Index Funds**: تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأوراق التي يشملها أحد المؤشرات شائعة الاستخدام مثل مؤشر "ستاندرد آند بورز ٥٠٠" ومؤشر "فايننشيال تايمز ١٠٠"، ويسهل متابعة المستثمرين لأداء الصناديق من خلال متابعة أداء المؤشر.

- **صناديق الاستثمار في النقد Money Market Funds**: وتستثمر هذه الصناديق أموالها في الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مثل أذون الخزانة وشهادات الإيداع بالبنوك، وتهدف لتحقيق أعلى عائد على الأدوات المالية التي تحتفظ بها، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض درجة المخاطر وبالتالي انخفاض العائد، إلا أنها تتميز بدرجة عالية من السيولة والأمان.

- **صناديق الدخل الثابت Fixed Income Funds**: وتسمى أيضاً صناديق السندات Bond Funds، وهي تشمل شهادات الدين الصادرة عن الشركات والحكومات، وقد تدفع صناديق السندات توزيعات أرباح منتظمة (كوبونات)، ولذا فإنها قد تكون مناسبة للمستثمر الراغب في الحصول على دخل مستقر، ويتباين حجم الدخل الذي توزعه صناديق السندات حسب ظروف السوق.

مزايا الصناديق

تعطي صناديق الاستثمار مزايا اقتصادية عديدة، أبرزها توفير حجم كبير من الأموال من خلال تجميع مدخرات عدد كبير من الأفراد الذين يفضلون هذا النوع من الاستثمار، وكذلك التنويع في الأوراق المالية ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين مما يقلل من المخاطر الاستثمارية، أي أن المساهم في الصندوق يحصل على ميزة التنويع وما يصاحبها من مخاطرة أقل نسبياً، في الوقت نفسه تحقق هذه الصناديق عائد استثمار يفوق - عادةً - العائد الذي يمكن تحقيقه من الاستثمار في الودائع المصرفية. ويفضل أن يلجأ إلى الاستثمار في الصناديق الأفراد الذين لا يملكون الخبرة في إدارة محافظهم أو من ليس لديهم الوقت لذلك.

معايير اختيار الصندوق

تتنافس الصناديق فيما بينها لجذب العملاء، وعليه يجب أن يكون المستثمر واعياً بأن هناك عدد من المعايير يتم على أساسها المفاضلة بين هذه الصناديق. ومن هذه المعايير:

- سعر الوحدة الاستثمارية في الأسهم والسندات للصندوق .

- ازدياد أو تراجع حجم الصندوق .

- نجاح الصندوق في تحقيق أهدافه المعلنة من العائد المتوقع على الاستثمار وإمكانية توزيع أرباح .

- حجم السيولة المتوفرة في الصندوق وإمكانية قيام المستثمر بتسييل استثماره أو الخروج من الصندوق .

وفي حالة رغبة المستثمر في شراء وثيقة الصندوق يجب أن يبحث عن بائع. أما إذا أراد المستثمر بيع نصيبه من الصندوق يجب أن يبحث عن مشتري. وعندما يرغب المستثمر في بيع أو شراء وثيقة صندوق الاستثمار يتخذ نفس خطوات بيع وشراء بقية الأوراق المالية. فيجب أن يعطي أمراً لشركة السمسرة التي يتعامل معها لتنفيذ أمر الشراء أو البيع .

مخاطر الصندوق

يعتبر الصندوق من الأوعية الاستثمارية متوسطة المخاطر. فالمخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصندوق تعتبر أقل من تلك التي قد تواجه من يستثمر أمواله في السوق مباشرةً عن طريق شراء الأسهم من خلال شركات الأوراق المالية. لأن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي تحتفظ بها الصناديق تخفف من الآثار التي قد يخلفها تراجع أي من الأدوات على الأداء الكلي للمحفظة الاستثمارية. كما أن السند لا يمكن أن يخسر. ذلك أن حامل السند يعتبر دائناً للشركة وعليها سداد الدين له. بخلاف حامل سهم الشركة التي يمكنها أن تربح أو تخسر فهو شريك مالك في الشركة يربح مع ربحها ويخسر مع خسارتها .

وهناك صناديق استثمار خاصة بالأسهم فقط مثل صندوق ماثيو شاينا وصندوق كومستيك كابيتال فاليو وأخرى خاصة بالسندات فقط مثل صناديق بنك لوان وكذلك هناك الصناديق المختلطة.

» المبحث الرابع

صناديق أوراق النقد المتداولة
Exchange-Traded Funds
ETFs

بدأت صناديق المؤشرات (ETFs) لأول مرة في الظهور في عام ١٩٩٣ عندما طورت شركة (State Street Global Advisors) بالتعاون مع البورصة الأمريكية AMEX أول سوق لصناديق المؤشرات. وقد أطلق على صندوق منها شهادات إيداع ستانرد آند بورز (Standard & Poor>s Depository Receipts) SPDR وكانت عبارة عن صناديق مؤشرات تتبع أداء مؤشر (S&P ٥٠٠) وتعتبر (SPDR) حتى الآن أحد انجح صناديق المؤشرات وأكثرهم سيولة.

وبنهاية نوفمبر ٢٠٠٧ ارتفع عدد صناديق المؤشرات على المستوى العالمي إلى ١٣٧ , ١ صندوق يدار بواسطة ٧٣ مدير استثمار ويتم تداولها في أكثر من ٤٢ بورصة بأصول مدارة تصل قيمتها إلي ٧٧٣,٢ مليار دولار كما نشر في تقرير مؤسسة مورجان ستانلي (Exchange Traded Funds-Industry Snapshot- End of November ٢٠٠٧). وتم انتشارها بسرعة بعد ذلك في جميع البورصات العالمية وأصبحت من أكثر الأدوات رواجا خاصة للمستثمرين الكبار منهم والصغار.

وهي عبارة عن صناديق استثمارية بمواصفات خاصة وهي مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين ولكن يتم قيد وتداول الوثائق المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات. وتتميز صناديق المؤشرات بما تمنحه للمستثمرين من فرص تغطية أسواق كاملة في دول مختلفة أو قطاعات مختلفة وذلك بتكلفة أقل من وسائل الاستثمار الأخرى. عليها رقابة هائلة من إدارة البورصة ما يوفر عليها عامل الأمان وتحتوي على جميع الأوراق المالية وقد تحتوي على سلع وذهب وغيرها من أدوات الاستثمار.

ما يميز هذه الصناديق هو قلة تكلفة عمولتها بالنسبة للأدوات الأخرى كما أن الصندوق الواحد يتم اعتباره في البورصة كشركة ويجزأ فيها كأسهم وتتم المتاجرة فيه كسهم وله أرباح وقوائم مالية ما يجعله قريبا من الأسهم في حركته.

حيث تتكون صناديق المؤشرات من سلة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، فهي مصممة كصناديق الاستثمار المفتوحة لتوفير تكاليف اقل للدخول في البورصة، ولكن بخلاف صناديق الاستثمار المفتوحة فيمكن تداول صناديق المؤشرات في أي وقت خلال جلسة التداول.

من ميزاته كذلك انه يستمر البيع والشراء فيه طوال الأسبوع وحتى بعد أوقات العمل الرسمية وذلك بالمتاجرة بسعر الإغلاق فقط وهكذا.. ومن أشهر صناديق أوراق النقد هي ال Spiders وهو صندوق من تأسيس مؤسسة ستاندرد اند بوورز ويحتوي على نسب متساوية من أسهم المؤشر (سنتكلم عن المؤشر بالتفصيل لاحقا)، وكذلك هناك صندوق مؤسسة ستاندرد اند بوورز لشركات الذهب Spiders Gold Shares ولهذه الصناديق مشتقات كالأسهم تماما مثل عقود الفروقات والمستقبليات والأويشن وكثير من المتداولون العرب يفتحون مراكز بهذه الصناديق على أنها شركات بسبب التشابه المذهل بينهم.

مميزات الاستثمار في صناديق المؤشرات

١ - أكثر فاعلية واقتصادية:

لا يوجد تكاليف لبيع صناديق المؤشرات (ETFs) ، كما أن تكلفة إدارتها تكون اقل من تكلفة إدارة صناديق الاستثمار العادية، لذلك فإن الاستثمار في صناديق المؤشرات (ETFs) ، يساعد في الحصول على الأرباح (أو الخسائر) لسلة من الأوراق المالية دون تحمل تكاليف شراء كل ورقة مالية على حدة.

٢ - أكثر شفافية:

تتميز صناديق المؤشرات (ETFs) بإمكانية متابعة أسعارها وتداولها لحظياً في أي وقت خلال جلسة التداول اليومية للبورصة.

٣ - أكثر مرونة:

تتميز صناديق المؤشرات (ETFs) بأنها تتكون من مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، ما يتيح للمستثمرين محفظة متنوعة من الأسهم بدلا من التركيز على سهم بعينه، في الوقت الذي يتم تداولها بنفس السهولة التي يتم بها تداول سهم واحد.

٤ – التنوع:

تتيح صناديق المؤشرات (ETFs) الفرصة للمستثمر للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية وهو ما يعطي المستثمر الفرصة لدخول أسواق وقطاعات محددة ومتنوعة.

٥ – السيولة:

يتم تداول صناديق المؤشرات (ETFs) خلال ساعات التداول للبورصة ولابد أن يكون لكل صناديق المؤشرات صانع سوق، حيث يلتزم صانع السوق بالبيع أو الشراء لكل من يرغب في ذلك من المستثمرين، وهو ما يضمن وجود سيولة دائمة لصناديق المؤشرات (ETFs) المتداولة في البورصة حيث يثق المستثمر دائما في إمكانية قيامه ببيع أو شراء شهادات صناديق المؤشرات (ETFs) التى يملكها في أي وقت يرغب في ذلك.

٦ – مميزات أكثر:

يستطيع المستثمرون بيع صناديق المؤشرات (ETFs) على المكشوف، شرائها بالهامش أو وضع أوامر محددة السعر واستثمار حجم رأس المال الذين يرغبون فيه بدون حد أدنى وهذه المميزات لا تتوافر في صناديق الاستثمار العادية.

المخاطر المصاحبة للاستثمار في صناديق المؤشرات (ETFs)

مخاطر السوق:

يمثل الاستثمار في صناديق المؤشرات (ETFs) استثماراً في محفظة من الأوراق المالية المتنوعة، ولذلك فإن أداء صناديق المؤشرات (ETFs) يتأثر مباشرة بأداء الأسهم المكونة له. بمعنى أخر فإن أداء صناديق المؤشرات (ETFs) لمؤشر ما تتأثر بأداء هذا المؤشر.

خطأ التتبع:

من الممكن إلا يكون هناك تطابق تام بين أداء صناديق المؤشرات (ETFs) وأداء المؤشر المصممة عليه وذلك بسبب التكاليف الإدارية، الاختلاف في التوقيت، والعوامل الأخرى.

مخاطر سعر الصرف:

يتعرض المستثمرون المستخدمون لعملة مختلفة عن عملتهم الأصلية في استثماراتهم في صناديق المؤشرات إلى مخاطر تقلبات سعر الصرف.

والجدول التالي يوضح مدى التوافق والاختلاف بين كل من صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار والأسهم العادية

الخصائص	صناديق المؤشرات	صناديق الاستثمار	الأسهم
التنوع	متوافر	متوافر	غير متوافر
التداول خلال اليوم	متوافر	غير متوافر	متوافر
يمكن شرائها هامشياً	متوافر	غير متوافر	متوافر
يمكن بيعها على المكشوف	متوافر	غير متوافر	متوافر
إمكانية تتبع مؤشر أو قطاع معين	متوافر	متوافر	غير متوافر
رسوم مخفضة	متوافر	في بعض الأحوال	ليس عامل محدد
إمكانية شراءها أو بيعها لدى أي شركة سمسرة	متوافر	غير متوافر	متوافر

» المبحث الخامس

المشتقات
Derivatives

المشتقات من الأدوات المالية الحديثة التي ظهرت منذ أوائل السبعينيات في أمريكا وأوروبا الغربية نتيجة التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم. وهي عبارة عن عقود مالية تشتق قيم الأصول الاستثمارية من الأسعار الحالية لأصل ما[٣٥]. سواء للأصول المالية أو العينية محل التعاقد كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية والذهب ....الخ[٣٦]. وتعتبر سوق المشتقات وسيلة فعالة ومتميزة خاصة للتحوط من الأخطار في الاستثمار لأن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأدوات المالية التي تعرضهم لدرجة قليلة من المخاطرة. كما أنها أيضا وسيلة فعالة للمراجحة (Arbitraging) والمضاربة (Speculating). وتعتبر سوق المشتقات هي السوق التي يتم بها تداول أدوات المشتقات وتنقسم إلى السوق الآجلة (Forward Market)، وسوق المستقبليات (Futures Market)، وسوق الخيارات (Options Market)، وسوق المبادلات (Swaps Market).[٣٧]

ا) عقود الخيار Options

عقود الخيار هي عقود يحق لصاحبها الاختيار (و ليس الالتزام) ما بين تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما - بيعاً أو شراءً - لقدر معين من أصل في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد. ومقابل حصوله على حق الخيار فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمن يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد. ولا يوفر حق الاختيار لحامله حقا مباشرا في ملكية المشروع أو أرباحه ما لم يتم تنفيذ عقد الخيار، أي ما لم يتحقق لمشتري الورقة المالية محل الاختيار ملكيتها فعلا. بعد تنفيذ العقد وهناك نوعان أساسيان من عقود الخيار، هما خيار البيع وخيار الشراء، بالإضافة إلى نوع آخر يعطي الحق في الشراء والبيع معاً[٣٨]، ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع

---

٣٥ - إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة. عبد الحافظ، السيد البدوي. توزيع دار الفكر العربي. القاهرة. ١٩٩٩. ص. ٦٩.

٣٦ - Gary L. Gastineau and Mark P. Kritzman, The Dictionary of Financial Risk Management, Frank J Fabozzi Associaties, USA, ١٩٩٦, p.
Look also Michael Becket, An A-Z of Finance, Kogan Page, London, ١٩٩٩, p. ٩٢-٩١.

٣٧ - الاستثمارات والأسواق المالية. معروف. هوشيار. الطبعة الأولى. دار صفاء للنشر والتوزيع. عمان. ٢٠٠٣. ص. ١٥١.

٣٨ -٢٥ المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية - أوراق بحثية - بنك مصر - العدد (٢).

هامش Margin لدي بيت السمسرة الذي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد له لدي بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة.

٢) العقود الآجلة Forward Contracts

هي عقود شخصية غير قابلة للتداول يتم التفاوض على شروطها بين طرفين بما ينفق وظروف كل منهما، ويقصد بها تلك العقود التي تعطي لمشتريها الحق والالتزام الكامل معا في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا أيضا. يسمى سعر التنفيذ (exercise price) . بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق ووفقاً للاتفاق فيما بينهما. وهذه العقود الآجلة لا يتم تداولها في البورصة، كما أنه لا يوجد لها سوقاً ثانوية[٣٩]. وهي تتداول في السوق غير المنظمة (Over The Counter - OTC). ويتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري[٤٠] وشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود إذ أنها تحدد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية[٤١].

٣) العقود المستقبلية Futures

تعتبر العقود المستقبلية عقوداً آجلة، لكنها قابلة للتداول في البورصة وتعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. ويلتزم كل من طرفي التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد(هامش) لدي بيت السمسرة الذي يتعامل معه في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية لكل طرف من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

ويتمثل وجه الخلاف الرئيسي بين العقود المستقبلية وعقود الخيار في أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ، بينما تعطي عقود الخيار لمشتريها الحق في تنفيذ العقد من

٣٩ - أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية - البنك المركزي - التقرير السنوي لعام ١٩٩٨/٩٧م.

٤٠ - Frank, K. Reilly, Investment, p. ٤٩٤, ١٩٩٢, Florida, The Dryden Press, ٣rd Ed,

وأنظر :خريوش ،حسني علي وآخرون ،الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،عمان - الأردن ،الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، ١٩٩٦،ص ٢٤١ ،خطاب ،كمال توفيق ،نحو سوق مالية إسلامية ،المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ،جامعة أم القرى ،ص ١١ ،عبد الحافظ ،السيد البدوي إدارة الأسواق والمؤسسات المالية،نظرة معاصرة، القاهرة - مصر، توزيع دار الفكر العربي، ١٩٩٩١٩،

٤١ - Andrew Inglis-Taylor, Dictionary of Derivatives, p. ٥٧, also refer to M. Chance, Don., An Introduction to Options and The ٣rd ed, Futures, Dryden Press, USA, ١٩٩٢, pp. ٢٣٩-٢٤٠, p.

عدمــه. كما أنه لا يجوز اســترداد قيمة العــلاوة المدفوعة في حالة عقــد الخيار في حين أن الهامــش المبدئي الذي يودعه كلاً من طرفي العقد المســتقبلي لدي بيت السمســرة يمكن استرداده بالكامل في حالة تنفيذ هذا العقد.

٤) عقود المبادلات

وهــي عقود بــين الطرفين على تبادل دوري لتدفقات نقديــة (أحدهما مع الآخر) وذلك لفتــرة محــددة وبالاعتماد على مبلغ أســاس غالبا مــا يتخيله الطرفــان (NOTIONAL PRINCIPLE) ســواء للتحوط أو المضاربة[٤٢]. وهي تتداول في السوق غير المنظمة (Over The Counter - OTC).

---

٤٢ - Andrew Inglis-Taylor, Dictionary of Derivatives, Macmillan Press Ltd, England, ١٩٩٩,p. ١١٤, and also refer to Securities Commission of Malaysia, Investment Management and Corporate Finance, Malaysian Capital Market, Examination Study Guide, Module ١٢, ٢٠٠٢, p. ١٥

الفصل السادس

مؤشرات البورصة الأمريكية

الفصل السادس
مؤشرات البورصة الأمريكية

المحتويات



إن الأسواق المالية تعمل كمرآة للاقتصاد (في غالب الأحيان) وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثر هذه القوى بالحالة الاقتصادية.

فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي يعد من المؤشرات السابقة للأحداث باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلا وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس الوضع الاقتصادي الذي سيسود وبالتالي يساعد راسمي السياسة الاقتصادية من اتخاذ التدابير الصحيحة

تتذبذب أسعار الأسهم في أية بورصة يومياً. وتستمر هذه التذبذبات عبر الأشهر والسنين. وقبل ظهور مؤشرات البورصة كان يصعب على أي مستثمر التعرف بسرعة على تغيرات هذه الأسواق وتغيراتها فكان على المستثمر آنذاك دراسة أسعار جميع الأسهم المسجلة في السوق . وتحديد الأسهم التي ارتفع سعرها وتلك التي انخفض سعرها لأخذ فكرة شاملة عما حدث في السوق. وهل الصعود في مجملها في صعود أم في هبوط. ولم يكن هذا العمل ليس بالسهل خاصة إذا كان عدد الأسهم المسجلة يزيد على ١٧٠٠ سهم كما هو الحال في بورصة نيويورك في وول ستريت.

أما بعد تشكيل المؤشرات المختلفة واستخدامها على نطاق واسع. فقد أصبحت مهمة متابعة تغيرات الأسعار في هذه البورصات سهلة. وذلك عن طريق متابعة تغيرات قيمة هذه المؤشرات. والتي تعكس إلى حد كبير تغيرات هذه الأسواق. وتزداد مصداقية أي مؤشر في تصوير تغيرات أسعار السوق كلما ازداد عدد الأسهم الداخلة في تركيب هذا المؤشر والمسجلة في السوق.

تعريف مؤشر البورصة

المؤشر عبارة عن متوسط متحرك لأداء أسهم عدد من الشركات المؤثرة في البورصة التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما. وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال التي يستهدف المؤشر قياسها وذلك بغرض قياس الأداء العام لقطاع محدد أو لبورصة محددة أو للسوق ككل تبعا لنوعية وعدد الشركات الداخلة في تركيب المؤشر.

ويتم تعديل المؤشر في حالة تغير تركيبة الأسهم التي يتم استخدامها في حساب المؤشر مثل خروج إحدى الشركات منه أو دخول أخرى تنطبق عليها المعايير المختلفة لهذا المؤشر.

وحسابياً هو عبارة عن مجموع سعر الأسهم مضروباً في حجم الشركة بالسوق، بحيث يكون موجباً حين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من التي انخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته، والعكس صحيح.

كيفية بناء المؤشرات

تُعرّف العينة التي يُبني على أساسها المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حسابه، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي : الحجم والاتساع والمصدر .

١) الحجم Size: كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق .

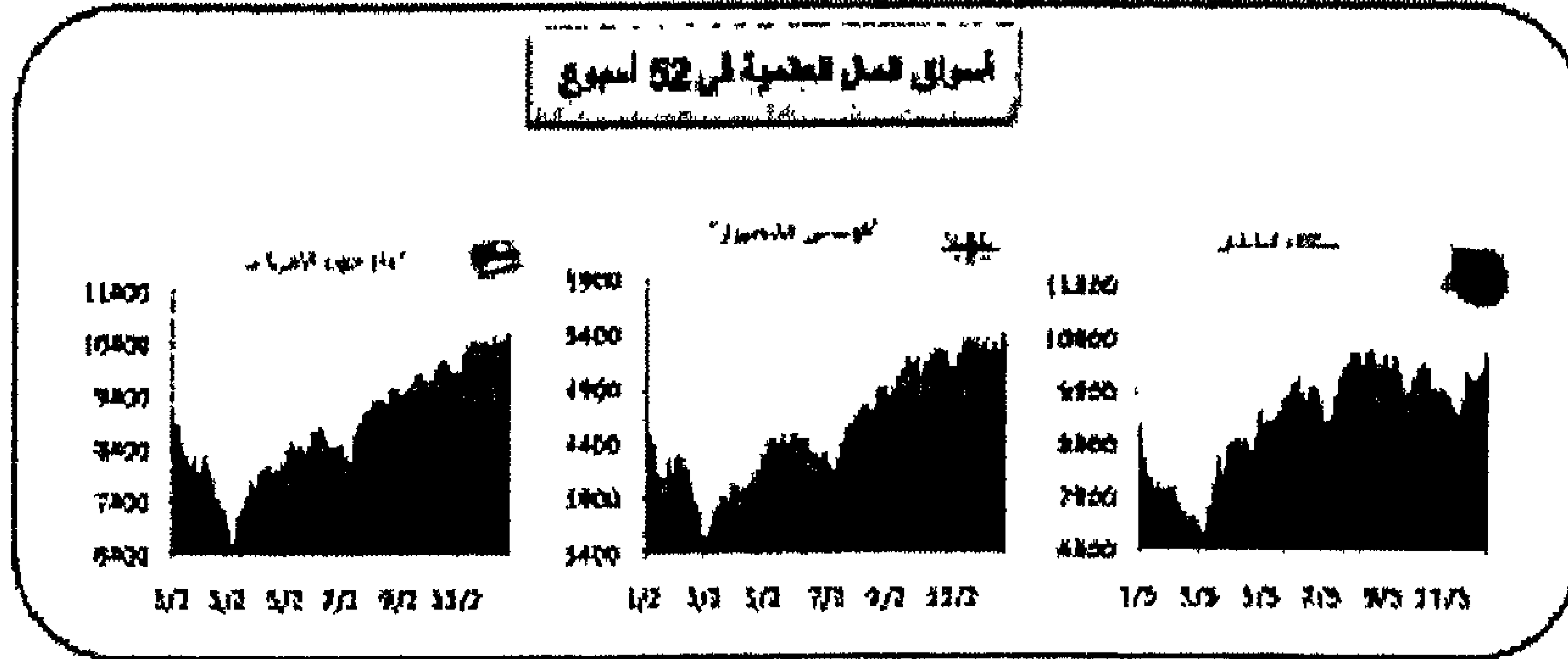
٢) الاتساع Breadth: يعني أن يتضمن المؤشر (طالما أنه يعبر عن حالة السوق) أسهماً لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة فحينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من شركات تلك الصناعة.

٣) المصدر Source: المقصود به أن يكون مصدر الحصول على هذه المعلومات هو السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية .

وتنقسم المؤشرات تبعا لتركيبها إلى نوعين أساسيين وهما :

مؤشرات تقوم على أساس حساب أسعار الأسهم فقط دون كمية الأسهم بحيث إذا ارتفعت أسعار أي شركة، ارتفع المؤشر بغض النظر عن كمية الأسهم المتداولة، ويسمى هذا النوع من المؤشرات "مؤشرات السعر».

أما النوع الأخر فهي التي تقوم على أساس حساب أسعار الأسهم مضروبا في عددها (كل شركة على حدة) حيث تحرك الشركات الكبيرة (ولو بحركة خفيفة) يؤثر بقوة أكثر من تحرك الشركات الصغيرة، ويسمى هذا النوع من المؤشرات «مؤشرات القيمة».



الأوزان النسبية للمؤشرات

تُعرّف بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:

١) الوزن حسب السعر Price Weighting: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ولكن ما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي للمؤشر يقوم على حساب سعر السهم وحده وذلك في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها.

٢) الأوزان المتساوية Equal Weighting: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم من أسهم الشركات المتضمنة داخل المؤشر.

٣) الأوزان حسب القيمة Value Weighting: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو الحدد الوحيد للوزن النسبي. فالشركات التي تتساوي القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوي وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يُحدث أي خلل في المؤشر.

المؤشرات المرجحة بنسبة التداول الحر

يعرف التداول الحر بأنه عدد أسهم الشركة المتاحة للتداول للجمهور - كما سنوضح لاحقاً - والتي يتم تداولها في البورصة بيعاً أو شراءً، ووجود الشركات في مؤشر السوق بقيمتها الحقيقية دون أخذ نسبة التداول الحر للأسهم في حساب هذا المؤشر يعطي صورة غير حقيقية للسوق. ومن هنا كان اتجاه شركات فوتسي FTSE ومورجان ستانلي Morgan Stanley في الأعوام القليلة الماضية إلى حساب المؤشرات المرجحة بنسب التداول الحر Free Floated Indices.

طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Begining} \quad \text{Index Value}$$

حيث: P_t = إقفال أسعار الأسهم في الفترة t.

Q_t = عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

P_b = إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

أنواع المؤشرات

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق. وهناك أنواع عديدة من المؤشرات المستخدمة لقياس أداء أسواق المال على مستوى العالم. وتُستعمل هذه الأنواع كلٌ لغايتها. ويمكن من خلالها التعرف على الاتجاه العام الذي يمكن أن تسلكه الأسهم.

وللأسواق الأمريكية عشرات المؤشرات وهذه المؤشرات تم وضعها من قبل بيوت المال أو الأسواق أو خلافه . وهي ليست بالضرورة أن تكون لشركات معينه في سوق واحد وإنما ربما تكون مؤشر لسوق أو مؤشر لقطاع أو مؤشر متعدد القطاعات والأسواق وهكذا. ويقوم بحساب المؤشرات إما مؤسسات محايدة أو البورصات المعنية فقط, وهناك أكثر من ٢٠ مؤشرا يقيس أداء الشركات الأمريكية المختلفة وبتركيبات مختلفة.

ومـــن الأنواع المنتشـــرة تلك المؤشـــرات لكبري الشـــركات المدرجة فـــي البورصات، وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ في أمريكا. وهناك المؤشرات القطاعية ومنها مؤشر داو جونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاندرد آند بورز لصناعة الخدمات العامة.

وفي حقيقة الأمر هناك ٤ مؤشـــرات أمريكية يعتبروا من أهم المؤشرات الأمريكية على الإطلاق ويســـتخدمهم معظم المستثمرين والمحللين لمعرفة أداء السوق الأمريكي ويتعاملون معها أكثر من غيرها, وهم كالتالي :

- مؤشر داو جونز الصناعي والذي يرمز له DJIA

- مؤشر ستاندر وبور ٥٠٠، والذي يرمز له S&P ٥٠٠

- مؤشر سوق أسهم نيويورك والذي يرمز له NYSE

- مؤشر أذونات الخزينة لـ١٠ سنوات Y ١٠ Bonds

وتتشـــابه طرق تشـــكيل مؤشرات الأســـهم، ويعتبر مؤشـــر داو جونز الصناعي ومؤشر ستاندروبور ٥٠٠ من أكثر المؤشرات استخداماً في العالم.

المؤشرات الأمريكية	إغلاق نهاية ٢٠٠٨	إغلاق ٣١ ديسمبر ٢٠٠٩	التغير	التغير %
[illegible]	8776.39	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	1577.03	[illegible]	[illegible]	[illegible]
ستاندرد آند بورز [illegible]	903.25	[illegible]	[illegible]	[illegible]



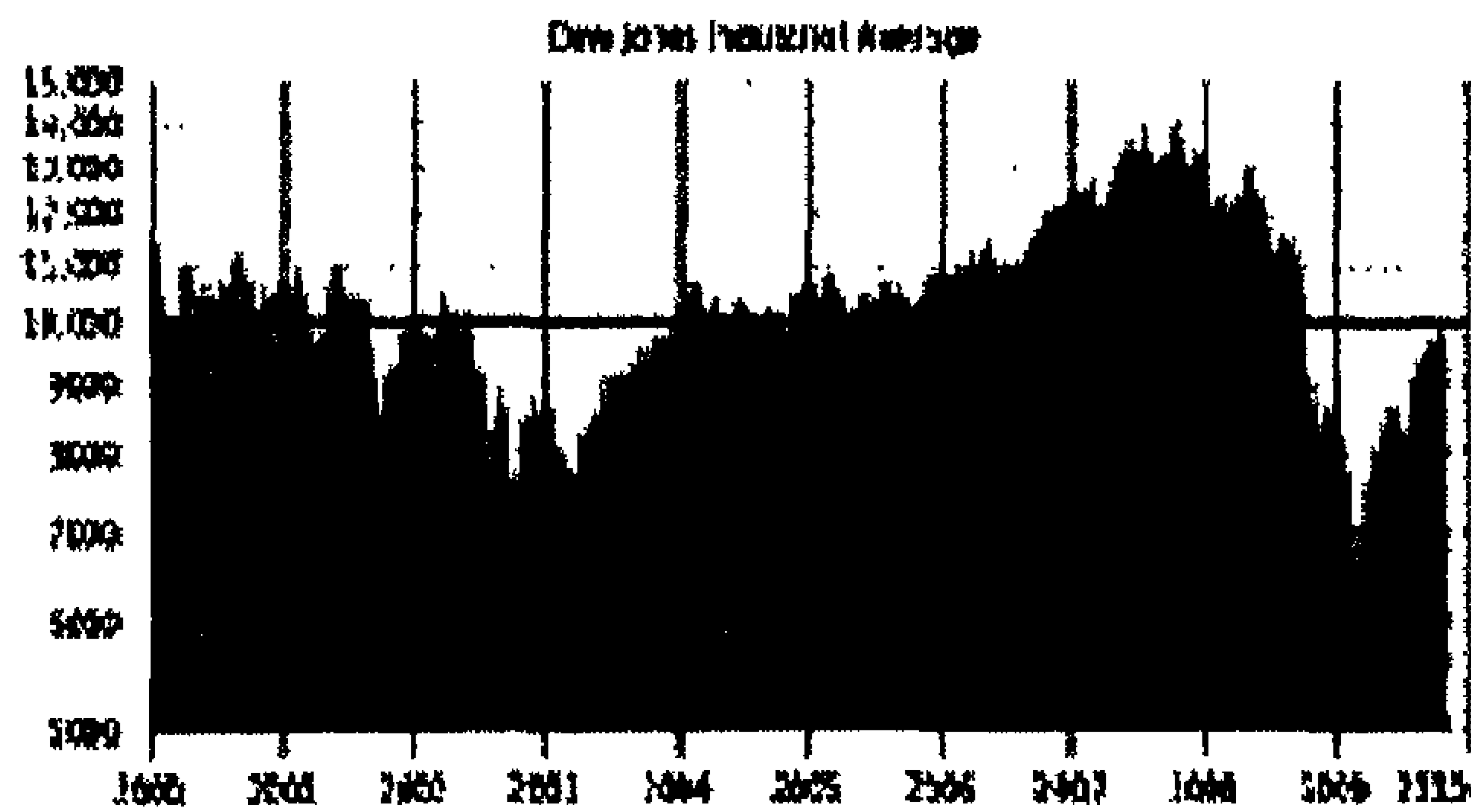
» المبحث الأول

مؤشر داو جونز الصناعي
Dow Jones Index
DJi30

يحسب مؤشر مؤسسة[٤٣] الداو جونز Dow JONES شركاته على أساس السعر (مؤشر سعري) وهناك ٤ مؤشرات داو جونز :

- مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial
- مؤشر داو جونز للنقل Dow Jones Transport
- مؤشر داو جونز للمرافق Dow Jones Utilities
- مؤشر داو جونز المركب Dow Jones Compostte

تدخل ٣٠ شركة في تركيب مؤشر " داو جونز " الصناعي، أما مؤشر " داو جونز للنقل " فهو مبني على معدل أسعار أسهم ٢٠ شركة نقل أمريكية كشركات الطيران والسكك الحديدية والشحن.



مؤشر داو جونز الصناعي حتى ٢٠٢٠

٤٣- تأسست شركة داو جونز الناشرة لجريدة وال ستريت، عام ١٨٨٢ من قبل الصحفيين تشارلز داو، وادوارد جونز وتشارلز بيرغشترسر. وقد حول جونز اسمها من (Customers› Afternoon Letter) إلى جريدة وال ستريت، ونشرت لأول مرة في عام ١٨٨٩[٥]. وبدأ توزيع خدمة أخبار داو جونز (Dow Jones News Service) عبر التلغراف. وقد كانت الجريدة تعرض مؤشر جونز، وهو أول مؤشر من عدة مؤشرات لأسعار البورصة والسندات في بورصة نيويورك.

أما مؤشر داو جونز للمرافق" فهو مبني على معدل أسعار أسهم ٢٥ شركة من شركات المرافق الأمريكية كشركات الكهرباء مثلاً. هناك أيضاً معدل " داو جونز المركب " من أسهم ٦٥ شركة وهو يتشكل من معدل أسهم شركات المؤشرات الثلاثة.

ويعتبر مؤشر داو جونز الصناعي هو الأكثر شهرة واستعمالاً. ويُعبر عن أسعار أسهم شركات الصناعات التقليدية في قطاعات التمويل والخدمات والصحة والطاقة الاستهلاكية ويسمي بمؤشر الاقتصاد القديم، وهو أقدم مؤشر في العالم أنشأ في ٢٦ مايو ١٨٩٦. وكان يحتوي على أكبر ١٢ شركة أمريكية وكانت أول شركاته شركة جنرال اليكتريك، وبدأت أعداد الشركات المدرجة بالتزايد حتى وصل إلى ٣٠ شركة عام ١٩٢٨م، حيث يقيس أداء أفضل وأقوى ٣٠ الـ شركة بالسوق الأمريكي ككل مثل us steel، وجينرال اليكتريك General electric ، وجنرال موتورز general motors ، مطاعم ماكدونالد MCD ، أي بي ام IBM ، فايزر PFE وغيرها من الشركات الصناعية على اختلاف قطاعاتها الصناعية ربما تكون صناعات تكنولوجيه أو ثقيلة أو بترو كيماويات ...الخ. ومن الشركات التي تم إدراجها في المؤشر شركتي شيفرون وبنك أوف أمريكا في ١٩ فبراير ٢٠٠٨م.

وله شروط صارمة لانضمام الشركة إلى مؤشره ويقوم بحذف اقل الشركات أداء وهكذا...

نشأة المؤشر

احتسب هذا المؤشر للمرة الأولى في عام ١٨٨٤م حيث قام شارل هنري داو Charles H.Dow أحد مؤسسي شركة " داو جونز " التي تقوم بإصدار جريدة وول ستريت Wall street journal مع Edward d.Jones والذي سمي هذا المؤشر باسمهما، وبدأ نشره في ٣ يوليو من عام ١٨٨٤م. وهذا المؤشر يمثل معدل Average سعر أسهم ٣٠ شركة من كبار شركات أمريكا، وتسمى Blue Chips والتي يتم التعامل بأسهمها في بورصة نيويورك.

وعندما شكل داو المؤشر الصناعي المسمى باسمه، شكل في حقيقة الأمر محفظة أسهم Stock Portfolio تشمل على سهمٍ واحد من كل شركة من الشركات الثلاثين التي اختارها لتدخل في مؤشره. بعد ذلك جمع أسعار الأسهم وقسم القيمة الإجمالية على عدد الأسهم أي على ٣٠ ليحصل على المعدل المتوسط كمؤشر لهذه المجموعة من الأسهم. فقيمة هذا المؤشر تتغير طبعا إذا تغيرت أسعار الأسهم الداخلة في تركيبه، ومراقبة أو متابعة قيمة هذا المؤشر والتي تنشر باستمرار في مختلف وسائل الإعلام تساعد على

معرفة تحركات أسعار الأسهم الداخلة في تركيبه بالدرجة الأولى، وتحركات سوق الأسهم في بورصة نيويورك بشكل عام، لأن ال٣٠ سهم الداخلة في تركيب هذا المؤشر هي من الشركات المهمة والرائدة والتي كثيراً ما تقود السوق.

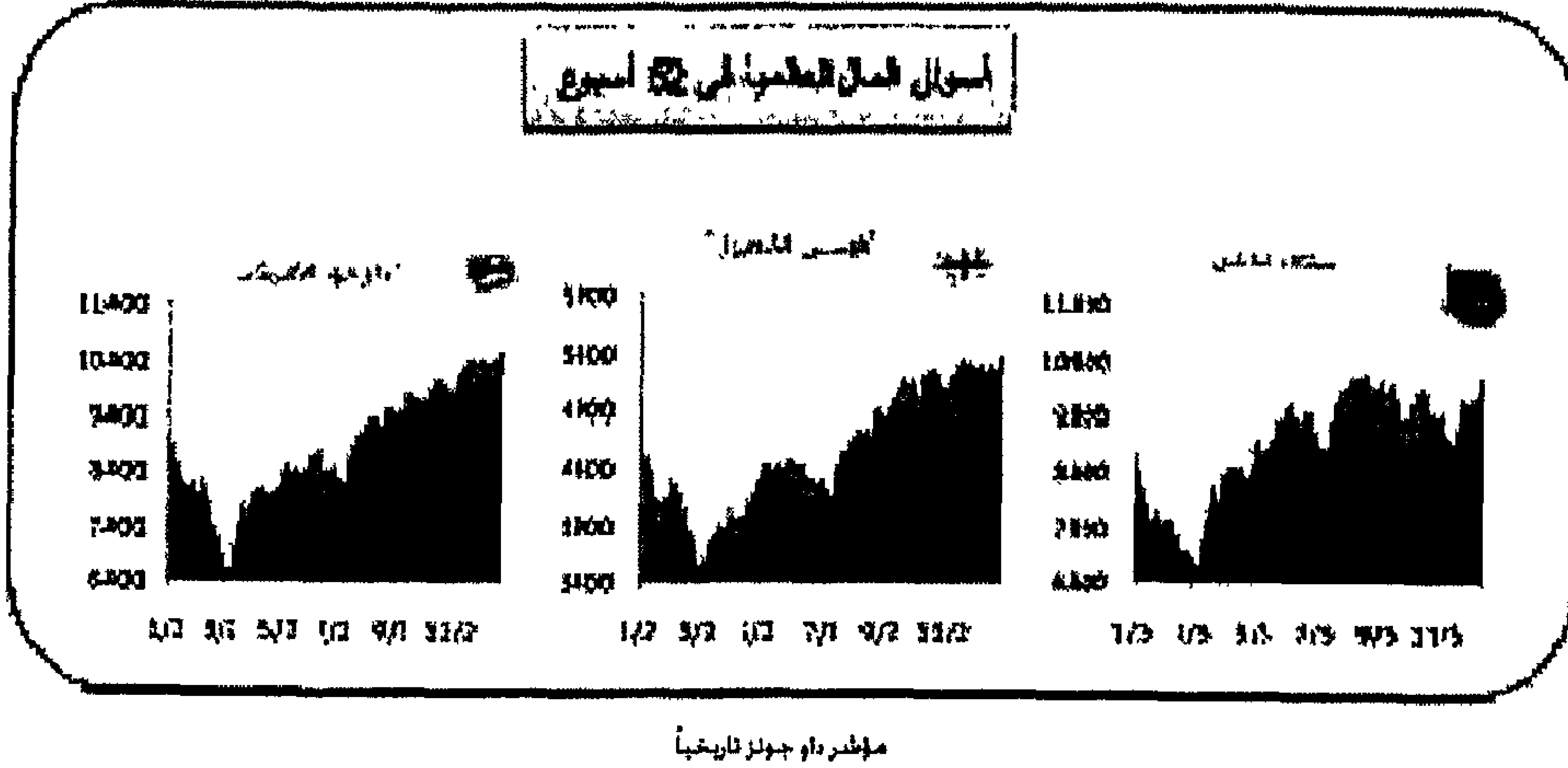
وحتى يتمكن هذا المؤشر من أداء مهمته كمرآة لحركة السوق يجب أن تكون تغيرات قيمته ناتجة فقط عن تغيرات أسعار الأسهم الداخلة في تركيبه في البورصة نتيجة لتعامل المستثمرين. أما التغيرات الأخرى التي يمكن أن تطرأ على أسعار أسهم بعض الشركات الداخلة في تركيب المؤشر نتيجة لتجزئة أسهمها Split فيجب ألا تؤثر على قيمة المؤشر لأن تغير سعر سهم شركة بسبب تجزئة سهمها إلى سهمين وانخفاض سعره إلى النصف نتيجة لهذه التجزئة لا يمثل انخفاضا حقيقيا ناتجا عن تعامل المستثمرين في البورصة.

وبما أن مؤشر داو جونز يمثل متوسط أسعار أسهم الشركات الثلاثين الداخلة في تركيبه، لذا فان تغيرات أسعار هذه الأسهم تنعكس على قيمة هذا المؤشر صعوداً وهبوطاً. وبما أن هذه الشركات هي من الشركات الرائدة في السوق، لذا يمكن بالاستعانة بمؤشر داو جونز التعرف على حركة السوق في نيويورك إلى حد كبير.

ومن هنا تم تجديد المؤشر في ١٩٧٩م عبر تعديل في القيم التي تكونه. وجرى تطويره باستمرار لكي يأخذ بالاعتبار التغيرات في رأس المال وعمليات الانصهار والتجزؤ التي تقوم بها الشركات وهو لا يزال يحتسب ارتكازا على ٣٠ سهم منتقاة وانتقاؤها هذا لم يكن في الغالب موضع تعديل.

وبالتأكيد هناك شركات عملاقة من الطراز الأول blue chips ولكن ليس بالضرورة أن يكون الطلب عليها هو الأكثر أهمية. فسهم أي بي ام الذي كان شديد الحساسية على كافة التغيرات لم يكن مستخدما في حساب المؤشر. في المقابل نجد أن سهم Chrysler كان يشكل احد مكونات المؤشر والارتفاع الحاد الذي شهده هذا السهم اثر بشدة على الداو جونز رغم أن التغير في هذا السعر لم يكن يعكس اتجاه عام في صناعة السيارات بل كان راجعا إلى أسباب خاصة .

167 U.S. stock futures and options contracts



مؤشر داو جونز تاريخياً

انتقاد مؤشر داو جونز

وجهت عدة انتقادات لمؤشر " داو جونز الصناعي" والطريقة التي يحسب طبقاً لها فقد أخذ على طريقة انتقاء العينة في احتساب هذا المؤشر قدمها وعدم دقتها. فالقيم المحتسبة هي في الحقيقة متوسطات بسيطة وليست مثقلة لكي تشكل مؤشرا فعليا. ومن الانتقادات الأخرى ما يلي :

• إن هذا المؤشر مبني على أساس أسعار ٣٠ شركة فقط من كبار الشركات المسجلة في بورصة نيويورك والتي ازداد عددها خلال السنين الطويلة التي أعقبت تشكيل هذا المؤشر حتى قارب عددها ١٧٠٠ شركة. لذا فان هذا المؤشر لا يمثل سوى أقل من ٣٠٪ من الشركات المسجلة في السوق.

• بما أن معدل " داو جونز الصناعي " مبني على أساس سعر سهم كل شركة داخلة في تركيبه، ولا يأخذ بعين الاعتبار حجم الشركة المتمثل بقيمتها السوقية، أي حاصل ضرب سعر السهم بعدد الأسهم المطروحة في السوق. لذا فانه يعطي للشركات الصغيرة الداخلة في تركيب الوزن ذاته الذي يعطيه للشركات الضخمة الداخلة في تشكيله.

• لا يتم حالياً تعديل قيمة القاسم في حالة توزيع أي شركة لربح غير نقدي أي توزيع أسهم كربح Stock Dividend بنسبة لا تزيد عن ١٠٪ الأمر الذي يقلل تدريجياً ومع مرور الزمن من دقة المؤشر.

تأثير الأزمات على المؤشر

اضطرب مؤشر الداو جونز أكثر من مرة متأثرا بالأوضاع السياسية والاقتصادية في العالم. وكان أكبر انهيار له عام ١٩٢٩ م حيث فقد المؤشر ما يقارب الـ ٥٠ ٪ من قيمته بسبب الركود الاقتصادي الذي خيم على الولايات المتحدة لمدة أربع سنوات. ولم يعد إلى مستواه الحقيقي الذي كان قبل الأزمة إلا بعد ٢٠ سنة. وانهار المؤشر Market Cruch أيضا في يوم ١٧ أكتوبر سنة ١٩٨٧ حيث فقد ٢٢٪ في يوم واحد وسمي هذه اليوم بالاثنين الأسود Black Monday وعاد بعدها للصعود حتى عام ٢٠٠١ م حيث وقعت أحداث الحادي عشر من سبتمبر التي تسببت بخسائر كبيرة للمؤشر وقد وصل إلى أعلى مستوى له في أكتوبر ٢٠٠٧ م فوق مستوى ١٤٠٠٠ نقطة.

في بداية عام ٢٠٠٨ فقد المؤشر أكثر من ٢٠٪ وصل تحت مستوى ١٢٠٠٠ نقطة بسبب أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى انهيار مؤسسات مالية ضخمة وفي شهر ابريل عاود المؤشر الارتفاع ووصل إلى ما فوق ١٣٠٠٠ نقطة لكنه عاود الانخفاض إلى أدنى مستوى له منذ سبتمبر ٢٠٠٦ ليصل تحت مستوى ١١٠٠٠ نقطة وأنهى المؤشر آخر جلسة تداولات في سنة ٢٠٠٨ على ارتفاع لكنه انخفض ٣٢٪ دون مستوى ٩٠٠٠ نقطة في عام ٢٠٠٨ الذي يعتبر واحدة من أسوا الأعوام في تاريخ المؤشر التي وصل فيها إلى ما يقارب ٧٥٥٠ نقطة وهو أدنى مستوى منذ عدة سنين.

الشركات المدرجة بالمؤشر

الشركة	التخصص
3M	صناعات متنوعة
ALCOA	المنيوم
اميريكان اكسبريس	خدمات مالية
AMERICAN INTEL GROUP	تامين
AT&T	اتصالات
BANK OF AMERICA	مصرف بيع بالتجزئة
بوينج	صناعة طائرات
CATERPILLAR	عربات نقل
CHEVRON	نفط وغاز
CITIGROUP	بنوك
كوكاكولا	مشروبا غازية
DUPONT	كيميائيات
EXXON MOBIL	نفط وغاز
GENERAL ELECTRIC	كهربائيات
سيسكو سيستمز	أنظمة شبكات
اتش بى	أجهزة كومبيوتر
HOME DEPOT	تطوير المنازل
انتل	رقائق الكومبيوتر
اى بى ام	أجهزة كومبيوتر
JOHNSON&JOHNSON	مواد تجميل
JP MORGAN CHASE	بنوك
ماكدونالدز	مطاعم وجبات سريعة
MERCK	ادوية
مايكروسوفت	برمجيات
فايزر	ادوية
بركتر اند جامبل	صناعات متعددة
United Technologies Corporation	أجهزة تبريد وتدفئة
Verizon Communications	اتصالات
وال مارت	اتاجر بيع بالتجزئة
والت ديزنى	اعلام وترفيه

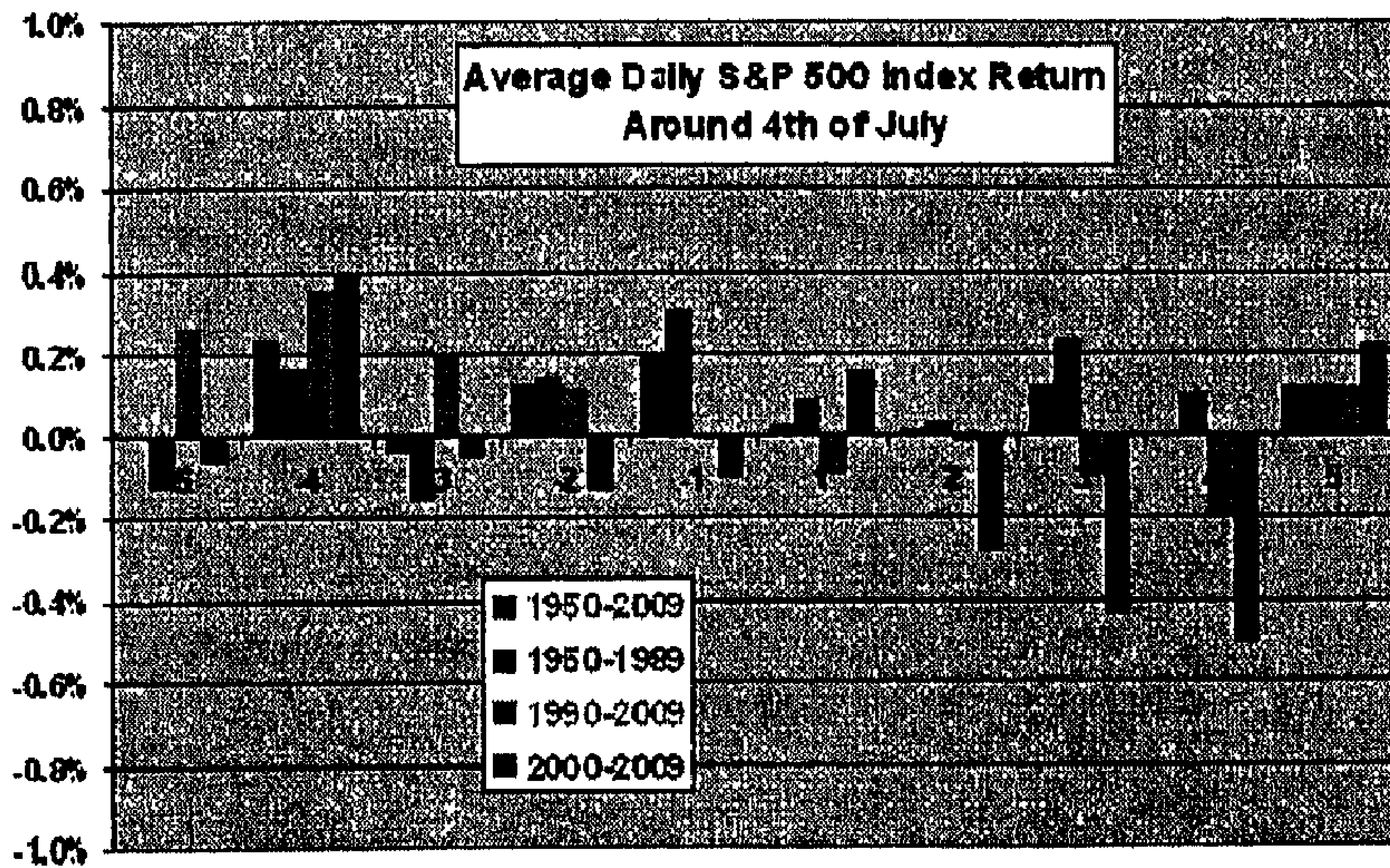
» المبحث الثاني

مؤشر ستاندرد أند بوورز ٥٠٠
Standard & Poors 500

الانتقادات التي وجهت لمؤشر داو جونز دفعت شركات أخرى لتشكيل مؤشرات للأسهم أهمها تلك الصادرة عن شركة " ستاندرد وبور Standrad & Poor " الأمريكية وهي مؤسسة مستقلة والذي سمي باسمها. ففي عام ١٩٢٣م نشرت هذه الشركة مؤشرا مبنيا على أساس أسهم ٢٣٣ شركة من أهم الشركات الأمريكية المسجلة في بورصة نيويورك . وقسمت هذه الشركات الى ٢٦ مجموعة ثانوية. وشكلت لكل مجموعة مؤشر خاصا بها. وفي عام ١٩٥٧ قامت الشركة بتوسعة المؤشر ليشمل ٥٠٠ شركة حيث شكلت ٤ مؤشرات رئيسية وهي:

- مؤشر ٥٠٠ شركة المركب
- مؤشر الشركات الصناعية
- مؤشر شركات النقل

مؤشر شركات المرافق



شكل مؤشر S&P

ويعتبر مؤشر ٥٠٠ المركب والذي سمي مؤشر "ستاندرد وبور ٥٠٠" من أهم مؤشرات مؤسسة ستاندرد اند بوورز (S&P) ويقيس أداء أكبر ٥٠٠ شركة مؤثرة في السوق الأمريكي ككل يتم تداول أسهمها بالبورصة وتمثل ٨٠٪ من القيمة السوقية لأسهم بورصة نيويورك، منها ٤٠٠ شركة صناعية، ٤٠ شركة منافع عامة، ٢٠ شركة نقل، ٤٠ شركة في مجال المال والبنوك والتأمين. وهناك S&P ١٠٠، S&P ٤٠٠ . وله كذلك شروطه الخاصة.

وهناك العديد من مؤشرات ستاندرد اند بوورز مثل مؤشر الشركات الصغيرة والمتوسطة وهكذا، ولكن يظل مؤشر S&P٥٠٠ هو أهمهم على الإطلاق ولكنه كذلك أقل أهمية عند المستثمرين من مؤشر داو جونز الصناعي.

يحسب مؤشر ستاندرد اند بوورز شركاته على أساس القيمة (مؤشر قيمة) ومن أمثلة مؤشرات القيمة كذلك، مؤشر فوتسي البريطاني Futse وكاك الفرنسي CAC وداكس الألماني DAX وكذلك المؤشر العام للسوق السعودي.

والطريقة التي اتبعتها شركة ستاندرد وبو في تشكيل مؤشراتها المختلفة المذكورة أعلاه والتي حاولت فيها تفادي نقاط الضعف التي يتصف بها مؤشر " داو جونز الصناعي " فهي التالية:

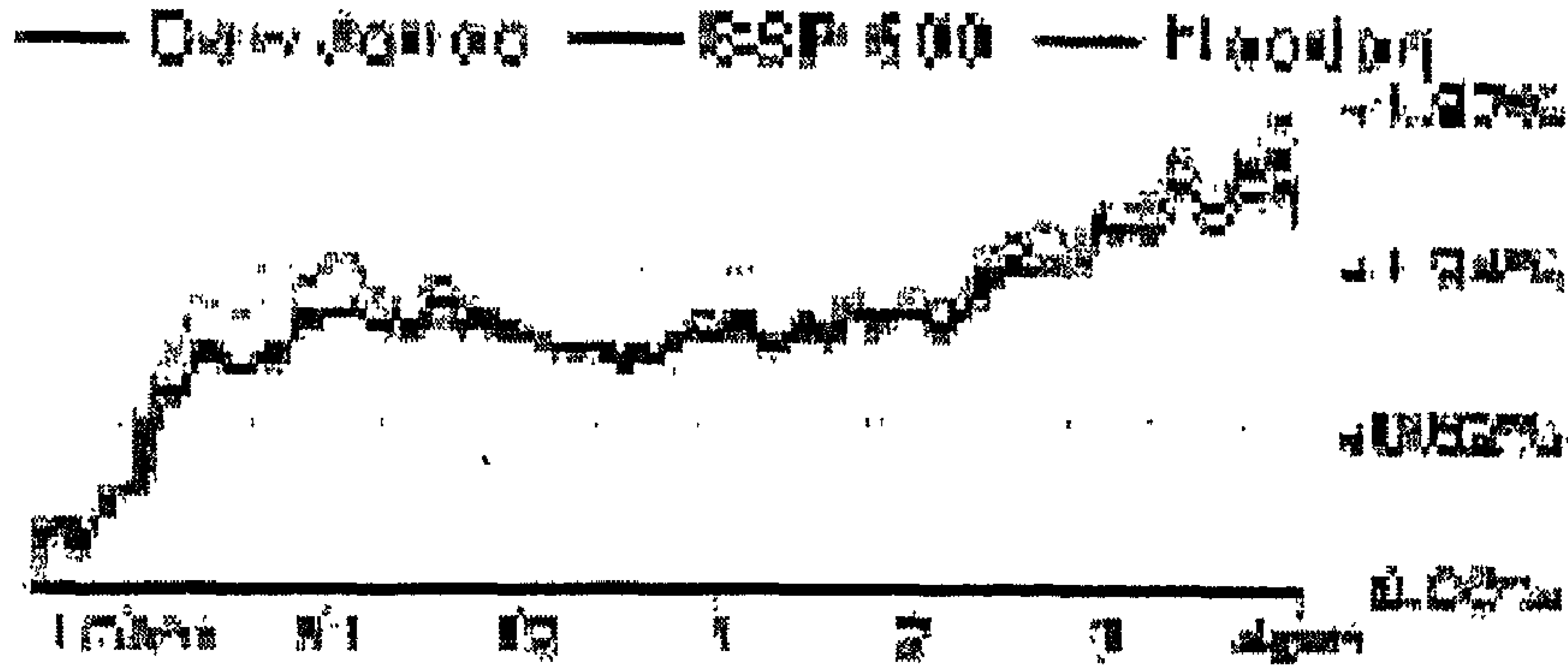
اختارت شركة " ستاندرد وبور" الفترة بين عام ١٩٤١ و١٩٤٣ وسمتها فترة الأساس Base Period واعتبرت بشكل اختياري المؤشر خلال هذه الفترة يساوي ١٠، وقامت بحساب المؤشرات المختلفة نسبة لهذا المؤشر الخاص بفترة الأساس.

وقد نافس هذا المؤشر مؤشر (داو جونز) وينشر في جميع وسائل الإعلام جنباً إلى جنب مع مؤشر " داو جونز ". حيث أنه تفادى جميع نقاط الضعف التي واجهها مؤشر داو جونز فهو مبني على ٥٠٠ شركة أي ما يقارب ثلث عدد الشركات المسجلة بسوق نيويورك وبالتالي يمثل السوق بشكل أوسع ثم ان استخدامه للقيمة السوقية للشركات التي تدخل في تركيبه يعطي لكل شركة وزنا يتناسب مع ضخامتها.

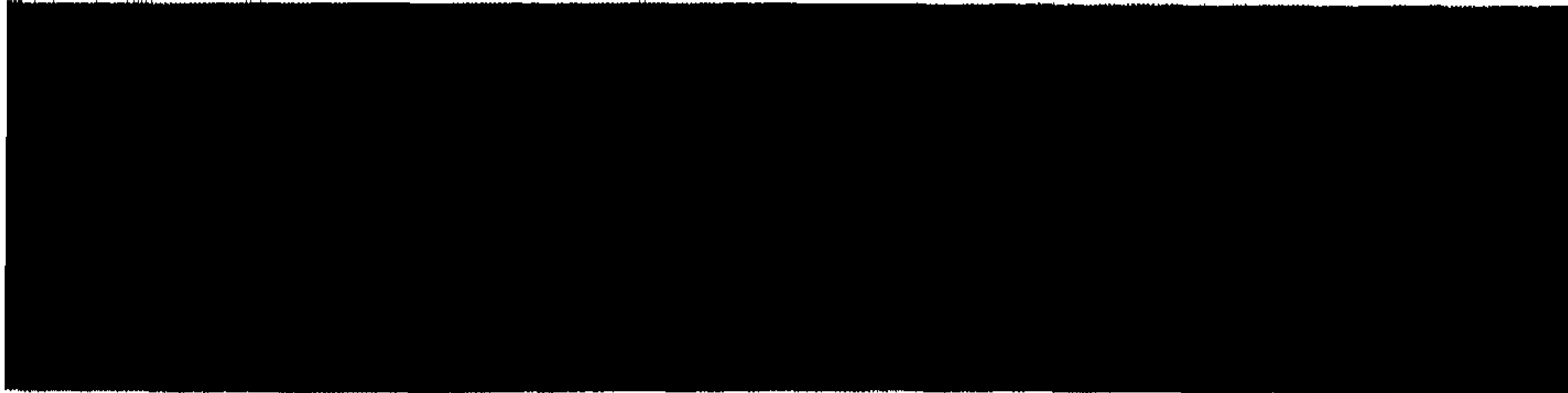
» المبحث الثالث

مؤشر ناسداك ١٠٠
NASDAQ Composite 100

مؤشـــر" ناســـداك المركب" NASDAQ من أهم مؤشـــرات بورصة ناســـداك ويشـــمل على تشكيلة عريضة من الشركات. كما أنه أكثر المؤشرات شعبية بالعالم. والرواج الأخير لشعبية السندات التكنولوجية قد وضع مؤشر" ناسداك" تحت الأضواء.ويشمل مؤشر "ناسداك ١٠٠" على ١٠٠ من اكبر الشـــركات الغير مالية المحلية والدولية المدرجة في سوق ناسداك الوطني. ويضم مؤشر" ناسداك ١٠٠ " على الشركات الرئيسية العاملة بالتكنولوجيا الراقية وشركات الطيران والأسواق المركزية والشركات ذات الصلة بالإنترنت.



وطريقة حســاب المؤشــر مثل ســتاندرد اند بوورز يقوم على أساس قيمة الشركات (مؤشر قيمة) ويعتبر هاما للمستثمرين ببورصة الناسداك فقط.



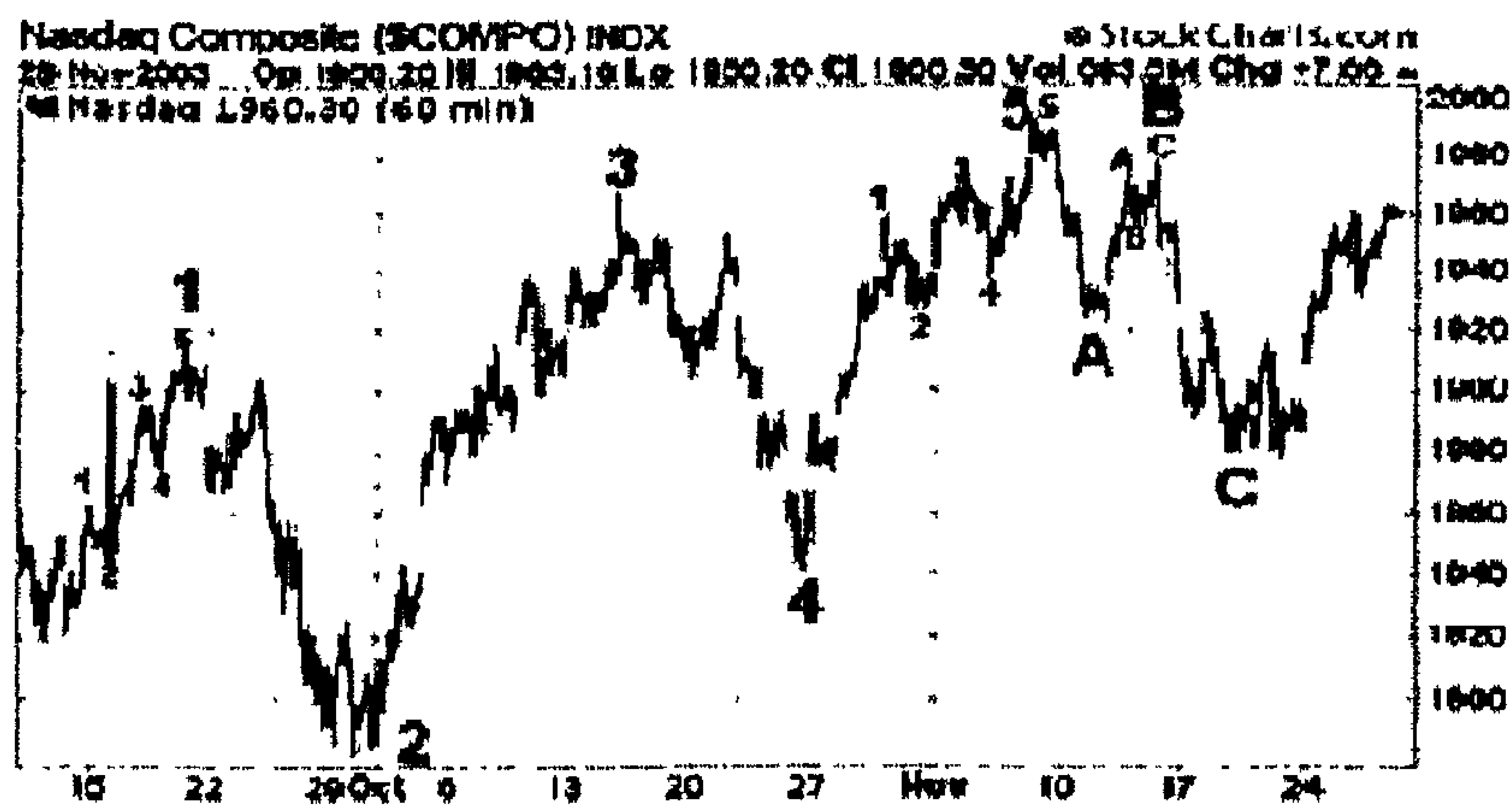


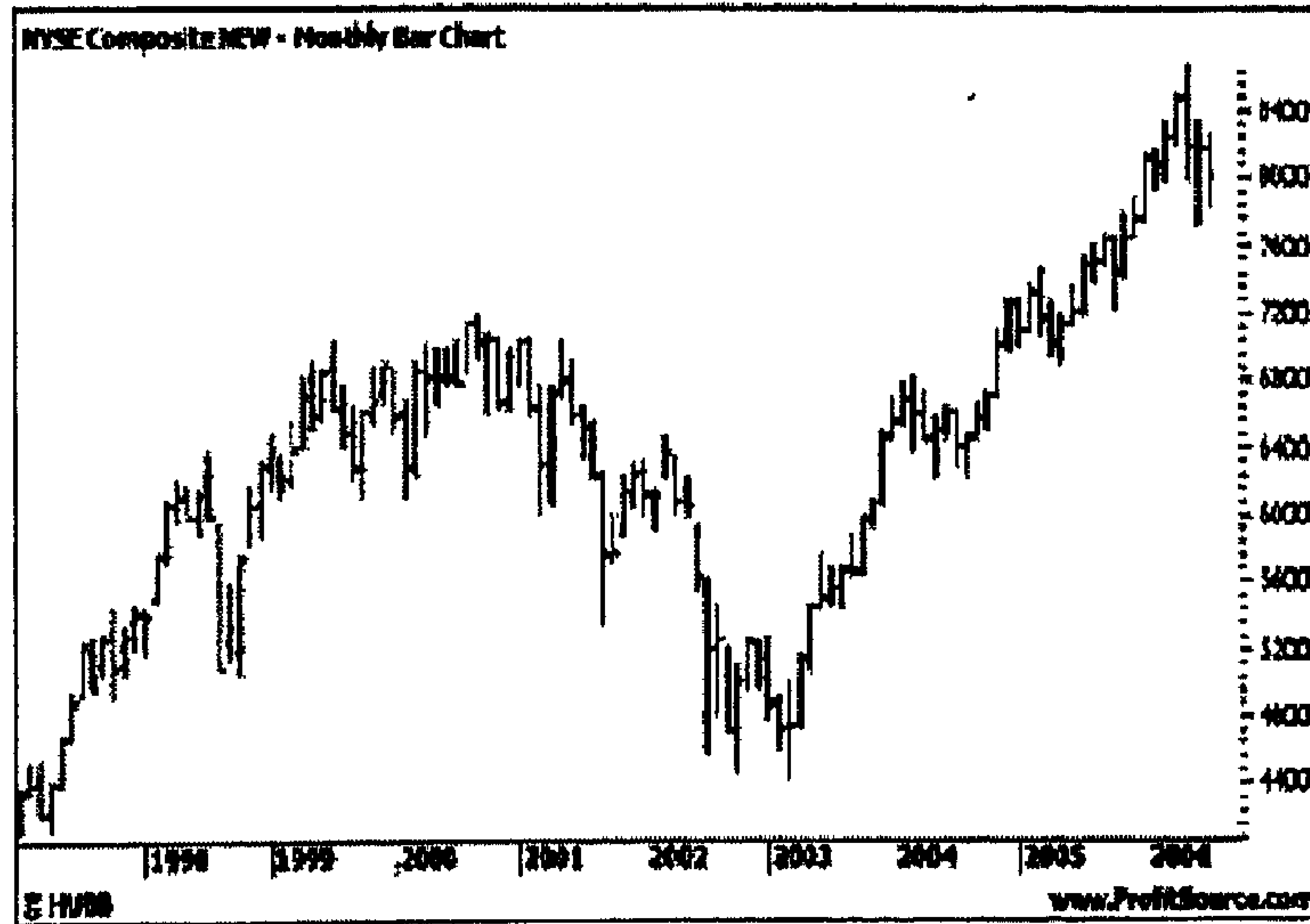
Figure 19. Nasdaq Composite

مؤشر ناسداك

» المبحث الرابع

مؤشر بورصة نيويورك
NYSE Composite

تم تشكيل مؤشر سوق نيويورك والذي يرمز له (NYSE)عام ١٩٦٦م، ويقيس أداء جميع الأسهم العامة المدرجة في بورصة نيويورك و٤ مؤشرات لمجموعات فرعية هي الصناعة والمواصلات والخدمات والتمويل، وتشكل هذه المؤشرات بشكل أساسي مقياسا للتغير الذي يطرأ على القيمة السوقية الإجمالية بعد استبعاد آثار الرسملة والإدراجات الجديدة والإدراجات الملغية، وفترة الأساس في المؤشر هي تاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٦٥ علما بأن قيمة المؤشر الاختياري عند تاريخ الأساس المذكور تساوي ٥٠. وقيمة كل سهم تقاس بضرب سعر السهم بعدد الأسهم المدرجة.



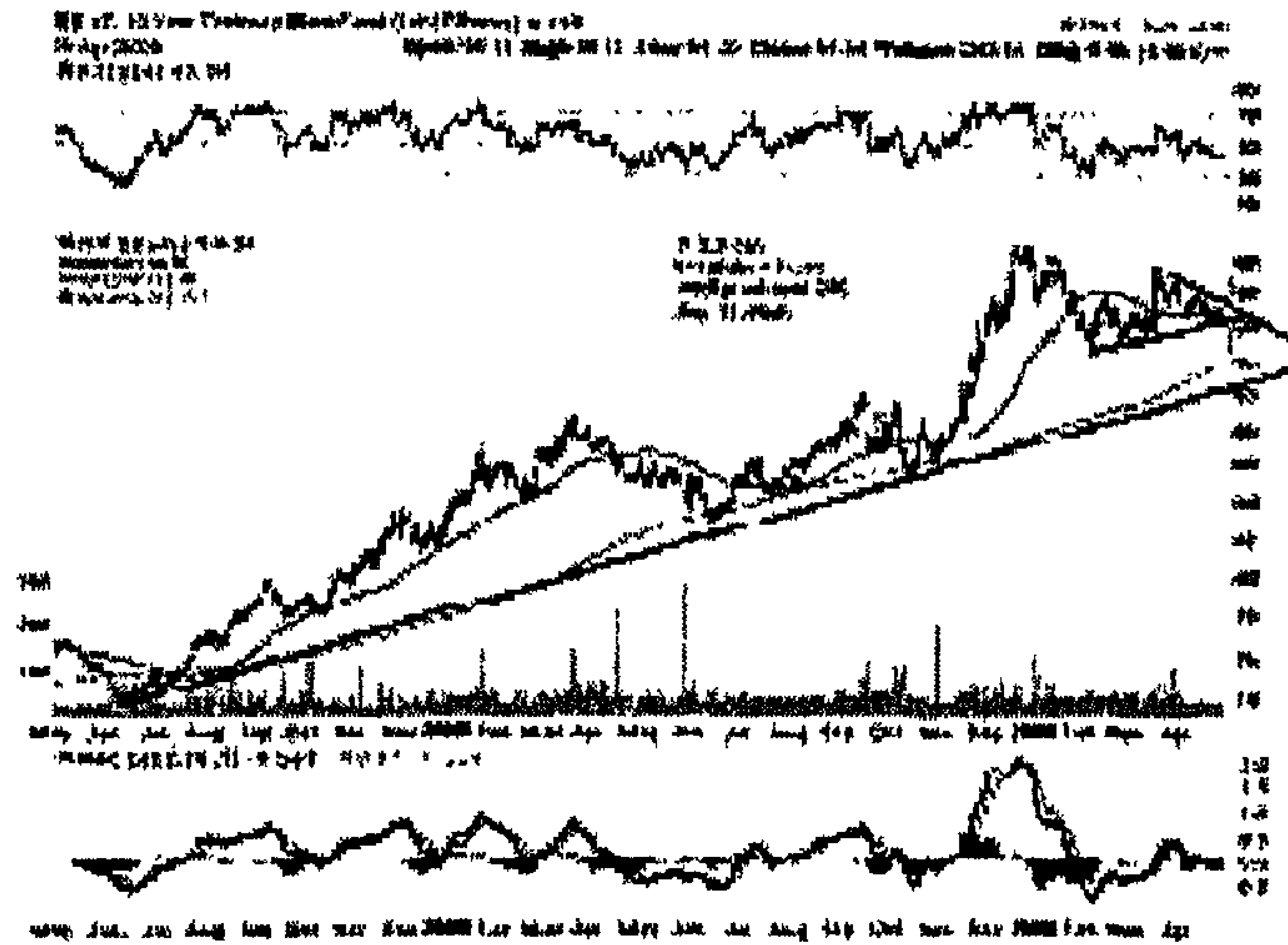
مؤشر بورصة نيويورك

وبما أن هذا المؤشر يدخل في تركيبه جميع أسهم الشركات المسجلة في السوق، وليس ثلاثون شركة فقط كما هو الحال بالنسبة لمؤشر " داو جونز " أو ٥٠٠ شركة بالنسبة إلى مؤشر " ستاندررد وبور " ولذا يمكننا القول بان هذا المؤشر يعكس بتغيراته تذبذبات سوق نيويورك بشكل أدق من المؤشرين داو جونز وستاندر وبور المذكورين. بالرغم من ذلك يفوق المؤشرات المذكوران هذا المؤشر شهرة واستعمالا لقدمهما.

» المبحث الخامس

مؤشر أذونات الخزينة ل١٠ سنوات
Bonds 10 Y

وهو المؤشر الخاص بقياس أداء سندات الحكومة الأمريكية , وله أهمية خاصة عندنا حيث يمكن التنبؤ بأداء بعض الأسهم من خلاله وهو ما سيتضح لاحقاً.



مؤشر اذونات الخزانة ١٠ سنوات

» المبحث السادس

دور المؤشر واستخداماته

دوره في متابعة تحركات الأسعار

١) بالنسبة لسوق الاستثمار:

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة. وبافتراض أن سوق البورصة التي نتعامل فيها تتسم بقدر من الكفاءة. فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل سيكون ممثلاً بجدارة لهذه الحالة الصحية في السوق. وسيكون قادراً على تحديد مدى نشاط السوق ومدى ربحيتها. وعندما يرتفع نجده يؤثر على إقبال المستثمرين على الاستثمار في السوق بمعنى شراء الأسهم والسندات. وبالتالي دخول فئات جديدة وجذب استثمارات جديدة ما يعني معه اتساع السوق وفرص النمو. وبالتالي زيادة أموالك ونموها .

٢) بالنسبة لسوق المضاربة:

يستخدم المؤشر في القيام بالآتي:

- **التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:** إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل المالي Financial Analysis) حيث أنه قد يمكّنه من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ على هذه السوق. إذا توصل المحلل لمعرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه السوق.

- **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقاً لفكرة التنوع في الحفظة Naïve Diversification يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة) الذي

بعكسه المؤشر. وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يُتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** حيث يمكن للمستثمر المقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع.

- **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية Systematic Risk لمحفظة الأوراق المالية. وهي تحسب تلك العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة Risky Assets ومعدل العائد لمحفظة السوق ككل المكونة من أصول خطرة.

استخدامات مؤشرات الأسهم

لا يقتصر استخدام مؤشرات الأسهم على متابعة حركات الأسعار في البورصات بل يتعداه لاستخدامات أخرى عديدة منها :

* يستخدمها المحللون الفنيون والمستثمرون في البورصة كوسيلة للتنبؤ بتغيرات اتجاه السوق من صاعدة إلى هابطة والعكس، وذلك عن طريق رسم من منحنيات المتوسطات المتحركة لهذه المؤشرات.

* حسب نظرية داو Dow Theory التي تلعب دوراً مهماً جداً لدى المحللين الفنيين، يتم مقارنة تغيرات قيمة مؤشر " داو جونز الصناعي" مع تغيرات قيمة مؤشر " داو جونز للنقل" للتعرف على أي انعكاس أو انحراف Divergence بينهما والذي يحدث عادة عندما يبدأ مؤشر داو جونز الصناعي بالصعود في حين يتابع مؤشر داو جونز للنقل هبوطه أو بالعكس. ويعتبر هذا وفقا للتحليل الفني دليلاً على تغير اتجاه السوق في نيويورك من صاعدة إلى هابطة أو بالعكس.

* بما أن مؤشر " داو جونز " يزيد على المائة عام لذا يستخدمه العديد من الباحثين لدراسة عائد الاستثمار طويل الأجل في الأسهم. وقد بينت دراسات عديدة من هذا النوع أجريت على أسعار أسهم بورصة نيويورك ممثلة بمؤشر " داو جونز " منذ بدايته حتى نهاية الثمانينات بأن مردود الاستثمار في هذه السوق يقارب في خلال هذه الفترة حوالي ١٠٪ في المتوسط.

والارتفاع الهائل وغير الطبيعي الذي طرأ على أسعار الأسهم في بورصة نيويورك خلال التسعينات أدى إلى ارتفاع هذه النسبة، وهذا الانفجار في الأسعار جعل هذه الأسهم مرتفعة الثمن Overvalued لذا تكلم العديد من المحللين عن فقاعة Bubble في " وول ستريت" التي ستنفجر وتؤدي يوماً ما الى انهيار السوق بشكل أقوى من الانهيار الذي حدث يوم الاثنين الأسود.

* تستخدم بعض هذه المؤشرات كمؤشر " ستناندرد وبور" في عقود خيارات مؤشرات الأسهم Stock Index Options .

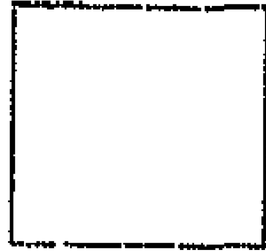
* تستخدم مؤشرات الأسهم في الأسواق المختلفة لقياس مردود صناديق الاستثمار في هذه الأسواق.

الفصل السابع

التداول في البورصة الأمريكية

الفصل السابع
التداول في البورصة الأمريكية

المحتويات



» المبحث الأول

أنواع شركات السمسرة

تعتبر عملية الاستثمار في الأسهم من أكثر أنواع الاستثمار انتشاراً في العالم وخاصة بين المستثمرين الأفراد في الدول الصناعية كالولايات المتحدة الأمريكية. ويتم شراء الأسهم وبيعها في البورصة عن طريق التعامل مع شركات سمسرة مسجلة في البورصة التي سجل فيها هذه الأسهم.

وتتم جميع عمليات الشراء والبيع لجميع الأسواق الالكترونية أو غير الالكترونية عن طريق وسطاء Brokers معتمدين في تلك الأسواق. كما أوضحنا) . فالمستثمر لا يستطيع التداول مباشرة إلا عن طريق هذا الوسيط. وهناك فئتان من شركات السمسرة يختلفان عن بعضهما البعض بشدة. بالنسبة إلى نوعية الخدمات التي يقدمونها للمستثمرين وبالتالي بالنسبة أيضا للعمولة التي يتقاضاها.

الأولى: وسطاء خدمات شاملة:

ويسمون Full Services Brokers وهؤلاء يقدمون خدمات متعددة منها بيع وشراء الأسهم والسندات والصناديق وخلافه . تغطية السهم أو الشركة ومتابعتها عن طريق خبراء ومحللين لديهم وإعطاء توصياتهم عليها. تغطية طرح الشركات للاكتتاب وخلافه . ولديهم أقسام للأبحاث الاقتصادية وعدد ضخم من المحللين Analysts الذين يقومون بتحليل أوضاع الشركات في مختلف البورصات في العالمية. ودراسة التطورات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية أو أوروبا أو شرق آسيا. وهذه الأبحاث تمكن شركات السمسرة هذه من تقديم النصح لعملائها أو مساعدتهم على حسن اختيار الشركات التي يتوقع أن تحقق أرباحاً عالية في المستقبل تؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها. وتزود شركات السمسرة هذه عملائها بتقارير دورية عن الاتجاهات الاقتصادية في أهم دول العالم. وبنشرات تتضمن نتائج دراسة محلليها لأوضاع العديد من الشركات وتطوراتها المستقبلية. وتقيم شركات السمسرة أهم الشركات في بورصات العالم وتمنحها درجات جودة يستطيع المستثمر على ضوئها اتخاذ قرار بالنسبة إلى شراء سهم هذه الشركات أو الاحتفاظ بها إذا كانت في

ملكيته أو بيعها. ومن أشهر هؤلاء الوسطاء أو بيوت المال.. ميريلينش ، سيتي جروب ، جولدمن ساكس ، كريديت سويس، يو بي اس، مورجان ستانلي، جي بي مورجن، ليمان بروذرز، وغيرهم. وهؤلاء يتقاضون عمولات مرتفعة في الغالب وخدمتهم دائما مباشره وليست عن طريق الانترنت.

- ميريل لينش Merrill Lynch: ميريل لينش هي شركة خدمات تمويلية عالمية. تم تأسيسها عام ١٩١٤ عندما تم افتتاح مكاتب تشارلز إي ميريل وشركائه في ٧ وول ستريت مدينة نيويورك. بعد عدة أشهر قام صديق ميريل إدموند سي لينش بالانضمام إليه. ومع سنة ١٩١٥ تم تغيير اسم الشركة بشكل رسمي إلى ميريل، لينش وشركائهم. قامت الشركة في بدايتها بالعديد من الاستثمارات الناجحة. وقامت الشركة في السنوات اللاحقة بالعديد من الاندماجات. كما كانت أول شركة في وول ستريت تنشر تقرير مالي سنوي وذلك في سنة ١٩٤١. أصبحت الشركة عامة في سنة ١٩٧١ م مما سمح لها بأن تصبح شركة متعددة الجنسيات. وتقوم الشركة من خلال شبكة شركاتها التابعة والحليفة بتقديم خدمات عديدة مثل: خدمات سوق رأس المال والاستثمار والاستشارات وإدارة الثروة وإدارة الأصول و التأمين البنكي بالإضافة إلى خدمات مالية أخرى. يقع المقر الرئيسي للشركة في مدينة نيويورك وتحتل ٣٤ طابقاً مبنى (المركزي المالي العالمي - أربعة) في منهاتن.

- سيتي جروب Citigroup Inc: هي أحد أكبر شركات الخدمات المالية الأمريكية. مقرها الرئيس في مدينة نيويورك. وقد نشأت الشركة على إثر عملية الاندماج الكبرى التي تمت بين عملاق البنوك سيتي جورب والتكتل المالي ترافلرز غروب في ١٩٩٨. تتمتع سيتي جروب بأكبر شبكة خدمات مالية في العالم. حيث تمتد في ١٠٧ دول مع نحو ١٢,٠٠٠ مكتب على امتداد العالم. يبلغ عدد حسابات العملاء لدى الشركة أكثر من ٢٠٠ مليون حساب. كما بلغ إجمالي حجم الأصول لديها ٢,١٨٧ تريليون دولار. وفي عام ٢٠٠٧ بلغت إيرادات المجموعة المالية نحو ١٥٩ مليار دولار وحققت ربحاً صافياً بلغ ٣,٦ مليار دولار. وأكبر المساهمين في الشركة هو جهاز أبو ظبي للاستثمار(اديا) عندما أعلن في ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٧ عن نيته في استثمار مبلغ وقدرة ٧,٥ مليار دولار في سيتي جروب وتملكه نسبه ٤,٩٪ وثانيا يحل الأمير الوليد بن طلال والذي يملك حصة حجمها ٤,٣٪ من المجموعة المالية.

الثانية : وسطاء تنفيذ أو وسطاء خصم:

سماسرة الخصم Discount Brokers أو بعبارة أخرى فئة السماسرة ذات العمولة المخفضة. ويقتصر عمل هؤلاء السماسرة على تنفيذ أوامر عملائهم من المستثمرين بشراء الأسهم أو بيعها في أي بورصة دون تقديم نصح أو مشورة للمستثمر. حيث يقدمون خدمة

واحده فقط وهي الشراء والبيع في الأسهم والسندات والصناديق وخلافه وغالبا ما يقدمون الخدمة عن طريق الانترنت، ومنهم: بيرشنج ، امري تريد ameritrade، أي تريد E.TRADE ، انتير اكتيف بروكير ، وغيرهم وهؤلاء يتغاضون عمولات منخفضة جداً.

- اميرتريد - لا يوجد دعم عربي html.http://www.tdameritrade.com/welcome1
- أي تريد - يوجد دعم عربي

https://us.etrade.com/e/t/home

وبما أن شركات السمسرة كأي شركة في العالم يمكن أن تهدد بالإفلاس نتيجة أزمات عالمية وأسباب خارجة عن إراداتها او نتيجة أسباب خاصة بها، لذا أنشأت الحكومة الفيدرالية بالولايات المتحدة الأمريكية شركات تأمين لحماية المستثمرين بالأسهم Security Investor Protection co يرمز لها اختصارا Sipc يشارك في هذه الشركة جميع السماسرة المسجلين في بورصات أمريكا، ويدفعون جزءاً من عمولاتهم بشكل منتظم لتغطية مصاريف التأمين وتكاليفه، على أي حساب يفتحه أي مستثمر لدى أي شركة سمسرة مسجلة في إحدى البورصات الأمريكية، وتضمن شركة التأمين المذكورة حساب أي مستثمر سواء كان أمريكيا أو أجنبيا لدى أي شركة سمسرة مسجلة في إحدى البورصات الأمريكية حتى ٥٠٠٠٠٠$ فإذا أفلست إحدى شركات السمسرة مثلاً وكان لأحد المستثمرين حساباً معها يعوضه الصندوق حتى ٥٠٠٠٠٠$.

تقوم غالبية شركات السمسرة في الولايات المتحدة بشراء بوليصة تأمين إضافية من إحدى شركات التامين لرفع سقف الحساب المؤمن إلى مبالغ كبيرة قد تصل إلى ٢٥ مليون دولار، يقتصر ضمان حماية المستثمرين على حماية رأسمال المستثمر من الضياع نتيجة لإفلاس شركة السمسرة إنما لا تضمن آية خسارة يتكبدها المستثمر نتيجة لسوء حظه في الاستثمار وهبوط الأسعار.

وكما أوضحنا فإن الأسواق الأمريكية تعكس صورة الاقتصاد الأمريكي بل الاقتصاد العالمي ككل، ولذلك تتأثر هذه الأسواق بعدة عوامل منها الاقتصاد الأمريكي ويعرف عن طريق مؤشرات الاقتصاد الأمريكي كالبطالة والخزون وثقة المستهلك و الناتج القومي وتقرير سعر المستهلك وسعر المنتج وغيرها من هذه المؤشرات والتي تقوم الحكومة بنشرها بصفه دورية، الحروب والأزمات،العرض والطلب، والمؤثرات الأخرى التي تؤثر على الأسواق بصفة عامة.

درجات الجودة التي تمنحها شركات السمسرة

تمنح شركات السمسرة في بورصة نيويورك درجات لجودة أسهم الشركات التي تتابعها كما يلي:

الدرجة ١ : توصية قوية Strong Buy بشراء سهم الشركة التي حازت على هذه الدرجة لأن سهم هذه الشركة سيتفوق حسب توقعات محللي شركة السمسرة على السوق إذا قيست بمؤشر داو جونز بمقدار ١٥٪.

الدرجة ٢ : توصية بالشراء Buy لأن سهم الشركة سيتفوق حسب رأي شركة السمسرة على السوق بمقدار ٥-١٥٪.

الدرجة ٣ : توصية بالاحتفاظ بالسهم Hold وهذا يعني أن تقييم شركة السمسرة لسهم الشركة معتدل Neutral أي أن الشركة لا توصي المستثمر بشراء هذا السهم ولا توصيه ببيعه. إذا سبق واشترى المستثمر كمية منه ودرجة معتدل تدل حسب رأي محللي شركة السمسرة على أن سعر سهم الشركة سيتحرك في السوق بمقدار +٥ أو -٥٪.

الدرجة ٤ : توصية ببيع السهم Sellلأن الشركة تتوقع أن يهبط سعر السهم بمقدار ١٥٪.

تتابع شركات السمسرة أوضاع الشركات التي تقيمها باستمرار وللتعرف في الوقت المناسب على أي تغير في وضع الشركة قد يقتضي تغيير درجة التقييم التي حازت عليها. فإذا تأكد لمحللي شركة الاستثمار بان ربحية الشركة في الفترة القادمة لن تتمشى مع توقعاتهم/ آنذاك تعلن شركة السمسرة في البورصة عن تخفيض Downgrading درجة التقييم. الأمر الذي يؤدي في أغلب الأحيان إلى هبوط سعر السهم لأن بعض المستثمرين الذين يملكون سهم الشركة يسارعون لبيعه خوفاً من هبوط سعره ويكون هذا الهبوط شديداً إذا جاء هذا التخفيض من عدة شركات سمسرة. وإذا تبين لهؤلاء المحللين بأن أحوال الشركة المالية قد تحسنت وازدادت مبيعاتها وربحيتها. أو أنها خرجت على الأسواق بمنتج جديد سينتج عنه تحسن أكيد لظروف الشركة. آنذاك يعلن المحللون عن رفع درجة تقييمهم للشركة Upgrading الأمر الذي يجعل بعض المستثمرين يتهافتون على شراء سهم الشركة المعنية مما ينتج عنه ارتفاع مفاجئ لسعر السهم.

ويجب أن ينتبه المستثمر دائما إلى ضرورة مراجعة توصيات الشركة التي يتعامل معها مع توصيات نظيراتها في السوق لأن أحياناً ما يخطئ محللي شركات السمسرة بتقييم الشركات.

» المبحث الثاني

صانع السوق في البورصة الأمريكية

صانع السوق Market Maker في السوق الأمريكي هو تلك الشركة التي يمكن أن تكون فرد أو ممثلي بنوك أو شركة وساطة مالية وهي شركة استثماريه مسجلة في هيئة الرقابة الأمريكية SEC لبيع و شراء الأسهم والخيارات وفي بورصة نيويورك هناك موظف واحد مسئول عن تبادل الأوراق المالية للقيام بدور صانع السوق و يتم تعيين العديد من صناع السوق يسمون بالمتخصصين فهناك العديد من المتخصصين على نحو فعال في كل سهم فهذا يخلق سوقا مركزيا لديه العديد من السيولة و يجعل التلاعب في السوق أكثر صعوبة .

ووظيفة صانعي السوق هو جعل السوق في وضع الأمان حيث تقوم هذه الشركات بشراء الأسهم من المستثمرين الذين يودون بيعها وبيع الأسهم للمستثمرين الذين يرغبون بشرائها والفرق بين سعري البيع والشراء هو ربح « صانعي السوق ».وهم يتنافسون فيما بينهم لشراء أو بيع الأسهم و الخيارات للمستثمرين. ويسمى سعر شراء هذه الشركات للأسهم سعر العرض Bid Price ويسمى سعر بيع هذه الشركات للأسهم بسعر الطلب Ask Price , فعندما يسأل أي مستثمر عن سعر سهم في أي شركة في البورصة، يتلقى سعرين سعر العرض وسعر الطلب ويظهران على الشاشة في نفس اللحظة. وهم يكسبون المال عن طريق الحفاظ على الفرق بين العرض والطلب للأسهم و الخيارات ويعرف هذا الفرق بـ Spread وصناع السوق يجعلون الفرق بالتزايد. ويتوقف حجم هذا الفرق بين السعرين على العوامل التالية:

- عدد صانعي السوق الذين يتعاملون بسهم الشركة المراد بيع أو شراء سهمها. ويشترك عادة عدد من صانعي السوق ببيع أسهم الشركات الضخمة أو شرائها. لأن عدد أسهمها المتداولة Outstanding Stocks كبير جدا. وهذه الأسهم هي في ملكية مئات من مؤسسات الاستثمار وصناديق التقاعد وملايين المستثمرين الأفراد في جميع أنحاء العالم. وكلما زاد عدد صانعي السوق الين يتعاملون Trade بسهم من الأسهم، كلما زادت المنافسة بينهم وكلما صغر الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب.

- عدد الأسهم التي يود المستثمر شرائها أو بيعها، أي حجم الصفقة أو العملية الواحدة Transaction فإذا أراد مستثمر شراء مئة سهم من أسهم شركة ما سيكون سعر الطلب أعلى من السعر الذي يطلب منه لو أراد شراء ألف أو عشرة آلاف سهم.

والسؤال الآن ما الذي يحدث إذا لم يكن هناك صانع سوق ؟ نفترض أن شركة Ford أعلنت للتو عن أرباح خيالية و رائعة جدا وكنت ترغب في شراء أسهم شركة Ford , لكن المستثمرين الذين يحتجزون الأسهم لم يقوموا بعرضها للبيع من أجل جذب المشتري فسيصل سعر السهم إلى أسعار خيالية ومن ثم يعرضون المستثمرين الأسهم للبيع بهذه الأسعار المرتفعة للغاية ولنفترض أن شركة Yahoo أعلنت للتو عن أرباح سلبية للغاية و كنت ترغب في بيع الأسهم لكن المستثمرين لا يريدون شراء أسهم شركة Yahoo وبدورهم لن يقوموا بطلب الشراء و ينتظرونه إلى أن يصل إلى أسفل القاع من أجل جذب حاملي الأسهم إلى بيعه بأسعار أقل بكثير من قيمتها العادلة و سيصل سعر السهم إلى أسعار متدنية جداً و من ثم يقدمون طلباتهم لشراء الأسهم بهذه الأسعار الرخيصة . وكما نلاحظ هنا لا يوجد توازن في السوق فمن هنا يأتي دور صانع السوق , فله دور هام جدا لخلق السيولة و القضاء على التقلبات الضخمة (المرتفعة أو المنخفضة) و ضمان سوق سائل للجميع .

وصناع السوق لا يدفعون عمولات لشراء أو بيع الأسهم و الخيارات , فمعظم صناع السوق في الشركة يتلقون رواتب من الشركة الحاصلة على علامة صانع السوق التي يمثلونها , فصناع سوق الشركات مثل جولدمان ساكس و مورجان ستانيلي يستغلون رأس المال الخاص بهم للحفاظ على مخزون من الأسهم و الخيارات .

و لنعطي مثالا توضيحيا للأسهم : صانع السوق اشترى منك أسهما لشركة IBM على سعر ١٠٠$ و يعرضها مباشرة بعد ذلك لبيعها على مشتري أخر بسعر ١٠٠,٠٥$, الفرق بين سعر العرض و الطلب هو ٠,٠٥$ قد يكون قليلا لكنه يتداول بملايين الأسهم باليوم .

عندما يكون صانع السوق ليس على ثقة من أن الأسهم أو الخيارات سوف تكون سريعة في الشراء و البيع , يرجع ذلك في أن هناك في الحقيقة عدد قليل جدا من متداولين الأسهم أو الخيارات , و من ثم هناك خطر يتمثل في أن الأسهم أو الخيارات الذي يشتريها صانع السوق لا يمكن أن تباع إلا عند سعر السوق حتى لو كان أقل من سعر الشراء , ما يؤدي

بالتالي إلى خسائر ومن أجل حماية ضد مثل هذا الخطر صناع السوق يوسعون الفارق بين العرض و الطلب , و بذلك لا تزال الصفقة خاليه من المخاطر .

و بالعكس عندما يبيع صناع السوق عقود الخيارات و تتسم بأنها نشطة للغاية, فإنها تغيير في كثير من الأحيان سعر الخيار من خلال زيادة التقلب من هذا العقد و هذا ناتج عن Volatility Smile أو Volatility Skew ومؤشراتها.

وصناع السوق يحمون أنفسهم من خلال التحوط والاستخدام المرن للصفقة , فصانع السوق يقوم بالتحوط من خلال بيع أو شراء أسهم إضافية أو خيارات من أجل الحفاظ على القيمة الإجمالية للحساب , إستراتيجية صانع السوق معقده للغاية ما تؤدي في بعض صناع السوق إلى فقدان المال بسبب التعقيد في تحقيق التوازن على الرغم من جميع الامتيازات التي يتمتع بها صانع السوق .

ويمكن لأي شخص كان أن يصبح صانع سوق إذا انضم إلى شركات صناع السوق مثل البنوك أو شركة وساطة ماليه شرط أن تكون عضو في بورصة NASDAQ و يتطلب للمتقدمين شرطين , الشرط الأول أن يكون لديه شهادة البكالوريوس و الشرط الثاني لديه مهارات تحليلية ممتازة , و يتطلب من المتقدم أن يدخل اختبار لضمان تأكيد مهارته التحليلية و يتطلب أن تكون لديه قوة نفسيه غير عاديه ليكون صانع سوق .و هناك طريقة أخرى لكي تصبح صانع سوق , هو عندما تشتري (تملك) غرفه في بورصة NASDAQ نفسها.

» المبحث الثالث

فتح حساب التداول

يستطيع المستثمر الذي يرغب بالتداول في الأسهم الأمريكية بشراء الأسهم أو بيعها أن يفتح حساباً مع إحدى شركات السمسرة المسجلة في إحدى البورصات كبورصة نيويورك مثلاً، عن طريق الانترنت أو الهاتف وتتقاضى شركات السمسرة من المستثمرين لقاء الخدمات التي تقدمها لهم عمولة Commission عن كل عملية بيع أو شراء يقومون بها. وتتراوح هذه العمولة بين ٠,٣٪ من قيمة الصفقة بالنسبة إلى شركات السمسرة ذات الخصم، و١٪ بالنسبة إلى شركات السمسرة الأخرى، ويمكن أن تنخفض هذه النسب إذا كان المستثمر يقوم بعدد كبير من الصفقات شهرياً وإذا كانت الكميات المتداولة في كل صفقة ضخمة.

ويفضل في حالة البدء برأس مال بسيط أن يلجأ المستثمر إلى التداول عبر الانترنت لان فتح محفظة تداول عن طريق الهاتف يتطلب مبلغ لا يقل عن ٣٠ ألف دولار. أما عن طريق الانترنت فيمكن أن يبدأ من ٢٠٠٠ دولار من خلال بعض البنوك السعودية . وأقل من ذلك عن طريق الوسطاء الأمريكيين.. وعلى كل مستثمر أن لا تخدعه العمولة الرخيصة للتعامل مع الشركات الوسيطة للتداول مع السوق الأمريكية. فقد تقوم بفتح حساب لدى شركة مغمورة وغير معروفة عالمياً وثقة مما يعرضك للاحتيال وتفقد رأس مالك. فهناك شركات مضمونة وثقة تستطيع أن تودع أموالك بكل اطمئنان وبعد عملية البيع والشراء تتابع محفظتك عن طريق الانترنت وأسهمك بها ونقودك بها وان طلبت نقودك في أي وقت يتم إرسالها خلال ٢٤ ساعة فقط في غير الأجازات الرسمية (السبت والأحد).

طرق فتح حساب التداول

أولا: فتح حساب تداول الأسهم الأمريكية والتداول عن طريق الهاتف:

قم بزيارة البنك الذي تتعامل معه واذهب إلى قسم الأسهم الأمريكية أو الوساطة العالمية واطلب فتح محفظة تداول أسهم أمريكية (جميع البنوك السعودية لديها هذه

الخدمة) ولكن كما أشــرت يجب توافر مبلغ لا يقل عـن ٣٠ ألف دولار والبعض قد يطلب ٥٠ ألف أو ١٠٠ ألف أو أكثر على حسب البنك.

ثانيا:فتح حساب تداول عن طريق الانترنت:

لديك خياران إما أن تقوم بفتح هذا الحســاب عن طريق بعض البنوك المحلية والتي تقدم هذه الخدمة (منها البنك الأمريكي والبنك الأهلي)، أو أن تقوم بفتح حســاب مع الوسطاء الأمريكيــين مباشــره عن طريق الانترنت أيضا. والبنوك الســعودية تأخــذ عمولات أكبر من الوســطاء الأمريكيين (وخصوصا على الأســهم الرخيصة في الســعر أو البني ستوك). إن كنت تفضل التداول بالانترنت من دون وســيط فمعظم البنــوك المحلية تقدم هذه الخدمة . المبلغ الذي يجب تواجده حوالي ٢٠٠٠ إلى ٣٠٠٠ $.

مثال لطريقة فتح المحفظة : مثلا في البنك الأهلي تقوم أولا بفتح حساب جاري بالدولار وتقــوم بطلب خدمة الهاتف المصرفــي . تقوم بالذهاب إلى عنوان البنك في الانترنت .www alahlibrokerage.com وتقــوم بتعبئــة نموذج فتح الحســاب تحت خانةopen an account وتراها على يسار الشاشة . ثم تتبع الإجراءات.. ثم تقوم بطباعة النموذج بعد تعبئته وتقوم بتوقيعه وكتابة التاريخ.. كما تقوم بطباعة نموذج يسمى w٨form وتكتب اسمك في خانة الاسم بعد الطباعة وتقوم بالتوقيع ووضع التاريخ (هذا النموذج ضروري حتى لا يتم خصم ضرائب عليك) ثم ترفق الجميع مع صورة للبطاقة الشخصية للسعوديين أو الإقامة والجواز لغير الســعوديين. وتقوم بإرســال الأوراق بالبريد إلى العنوان المرفق في النموذج... بعد ٣ أيام ســيتم مراســلتك عبر البريد الالكتروني وإخطارك برقم الحســاب . بعدهــا تتصل بخدمة الهاتف وتطلب الرقم الســري.. وتبدأ التداول . علما بأنه يوجد خانة في نموذج فتح الحساب تخول البنك تحويل المبلغ المطلوب من الحساب الجاري إلى المحفظة الأمريكية.

أنواع حساب التداول

هناك نوعان من الحسابات التي يمكن فتحها لدى شركة السمسرة :

١ – حساب نقدي Cash Account :

وهــو عادة ما يتم فتحه من قبل المســتثمر وذلك بتحويل مبلــغ لا يقل عن الحد الأدنى الذي تحدده الشــركة لفتح هذا الحســاب. وطبقاً لشروط هذا الحساب تسدد قيمة الأسهم

التي يشتريها المستثمر عن طريق شركة السمسرة بشكل كامل من حساب المستثمر دون استدانة أي مبلغ من شركة السمسرة.

٢ - حساب استدانة Margin Account :

وفي هذه الحالة يوقع المستثمر مع شركة السمسرة عقداً يعطيه الحق بالاستدانة من الشركة لشراء أسهم من البورصة وتسديد جزء من قيمتها نقدا من حساب المستثمر النقدي والجزء الآخر بالمبالغ المستدانة وتحدد الاتفاقية بينهما سقفاً للمبالغ الممكن اقتراضها حسب ملاءة العميل المالية.

تحدد السلطات المختصة في كل دولة نسبة الاستدانةMargin requirement فإذا كانت نسبة الاستدانة في بورصة ما ٦٠٪ آنذاك يجب أن يسدد المستثمر ٦٠٪ على الأقل من قيمة الصفقة نقدا و٤٠٪ من المبلغ المستقرض من شركة السمسرة. وتتقاضى شركات السمسرة في هذه الحالة عن المبالغ المستدانة عمولة تتماشى مع العمولات التي تتقاضاها البنوك التجارية في البلد المعني.

تحويل الأموال

بعد فتح حساب لدى الوسيط سيزودك هذا الوسيط بالعنوان ورقم حسابك وتستطيع تحويل الأموال عن طريق البنك أو مكاتب الصرافة إلى العنوان الذي سيزودك به. ولسحب الأموال كذلك هناك شكل خاص Form خاص يزودك به الوسيط لتستوفي بنوده وتقوم بإرساله بالفاكس. وعليك أن تزودهم برقم حسابك ورقم swift code للبنك الخاص بك وتحصل على هذه المعلومات من بنك. كما أن بعض الوسطاء مثل أي تريد يزودك ببطاقة سحب آلي تستطيع أن تسحب به من أي مكان في العالم .

أوقات التداول في السوق الأمريكي

وقت التداول : التداول الرسمي في الأسواق الأمريكية مدته ٦ ساعات ونصف. من الساعة ٩:٣٠ صباحا بالتوقيت الشرقي للولايات المتحدة ، إلى الساعة ٤ مساء بالتوقيت نفسه. وهذا يعادل بالتوقيت السعودي على النحو التالي:

الصيف ٦ شـــهور من شـــهر ٤ إلى نهاية شهر ٩ = من الساعة ٤:٣٠ مساء إلى الساعة ١١:٠٠ مساء.

الشـــتاء ٦ شهور من شهر ١٠ إلى نهاية شهر ٣ = من الساعة ٥:٣٠ مساء إلى الساعة ١٢:٠٠ منتصف الليل.

بالإضافة إلى الســاعات الست والنصف الرســمية فانه يوجد ساعات إضافية للتداول تســمى extended-hours وهي إذا ما جمعناها مع الســاعات الرسمية فان الجموع يصبح ١٢ ساعة تداول. ولكن الساعات غير الرسمية لا تكون العمليات بها دقيقة جدا ولا ينصح بالتداول خلالها إلا لذوي الخبرة ، وهذه الساعات هي:

قبل الافتتاح:

من الســاعة ٨:٠٠ صباحا بالتوقيت الشرقي للولايات المتحدة إلى ٩:١٥ صباحا ، أي قبل ساعة ونصف من الافتتاح.

أما بالنســبة للإمارات : التداول الرسمي يفتتح الســاعة٥,٣٠ مساءا بتوقيت الإمارات وينتهــي الســاعة ١٢,٠٠ بعد منتصف الليل.ولكن هناك ســاعة قبل التــداول أي تبدأ من الســاعة ٤,٣٠ وتسمى Pre Market تستطيع أن تبيع وتشتري خلالها قبل التداول الرسمي . وكذلك هناك ساعة تقريبا بعد الساعة ١٢:٠٠ أيضا يمكنك البيع والشراء خلالها وتسمى After Hours أي بعــد الإغلاق والتداولات التي تتم ســواء قبل الافتتــاح أو بعد الإغلاق كلها رسمية ومعترف بها .

بعد الإغلاق:

يســتمر التداول إلى غير الرسمي إلى الســاعة ٨:٠٠ مساء بالتوقيت الشرقي للولايات المتحدة . أي يستمر التداول حوالي ٤ ساعات بعد الإغلاق.

أيام التداول : من الاثنين إلى الجمعة

أجازة الأسبوع: السبت + الأحد

الأجازات الرسمية : يوجد العديد حوالي ٩ أيام متفرقة في السنة وتعلن في حينها.

ملاحظة: يمنع منعا باتا أن يغلق السوق الأمريكي أكثر من ٣ أيام متواصلة.

عملية التداول

أي شخص يريد بيع أو شراء أسهم في أي من الشركات المدرجة في البورصات في الولايات المتحدّة عليه أن يقوم بالاتصال بسمسار أسهم في شركة مفوضة للتداول في البورصة التي سبق ذكرها (مثل ميرل لينش، تشارلز شواب ومورجان ستانلي). وعندما تقوم بالاتصال بسمسار في إحدى هذه الشركات، يقوم بنقل تداولك إلى البورصة المناسبة، ويقوم ممثل عن الشركة أو (جهاز كمبيوتر يمثل الشركة) بالقيام بالتداول بالنيابة عنك. وتقوم بدفع عمولة إلى السمسار(تبلغ عموماً من ١٠ إلى ١٠٠ دولار لكل عملية تداول بناء على السمسار) لكي يقوم بتزويد هذه الخدمة لك. ويمكنك القيام اليوم بهذا التداول عبر الإنترنت. وبالنسبة للأسهم غير المدرجة في البورصة فيتم بيعها على الكاونتر وتكون هذه الأسهم عائدة لشركات صغيرة وتنطوي على مخاطر. وعادة هذه الشركات لا تفي بمتطلبات البورصة.

بالنسبة للمضاربة في السوق الأمريكي هذا يرجع لإستراتجية كل مستثمر في التداول مع ملاحظة إذا كان حسابك أقل من ٢٥ ألف دولار لا يسمح لك إلا بثلاث عمليات مضاربة في الأسبوع الواحد وفقاً لقانون البنك الفيدرالي الأمريكي ولكن إذا كان حسابك أكبر من ٢٥ ألف دولار يمكنك المضاربة طوال فترة التداول، وهناك وسطاء يبدؤون من ٥ دولار في العملية وهناك ٧ و ١٠ و ٢٠ وهناك نوع يتم المحاسبة عن طريقهم على عدد الأسهم، وقد يفضل الكثير اختيار شركة عمولتها ثابت مهما كان عدد الأسهم حتى يستطيع المستثمر إجراء حساباته بسهولة دون تعقيد.

» المبحث الرابع

أدوات التداول بالسوق الأمريكية

يوجد العديد من الأدوات في السوق الأمريكي التي يستطيع المستثمر في السوق الأمريكية إتباعها مثل:

• الشراء العادي : Long

حيث يقوم المستثمر بشراء سهم معين بسعر منخفض على أن يقوم ببيعه بسعر أعلى، وفروق عملية البيع والشراء هذه تمثل العائد الذي يحصل عليه.

• البيع المكشوف: Short sell

عندما ترتفع الشركة ويرى المستثمر بناء على قيامه بالتحليلات الفنية والمالية اللازمة لدراسة هذه الشركة أنها من الممكن أن تنخفض، فهو يقوم ببيع هذه الأسهم بالسعر الأعلى، وحيث أنه لا يملك أسهم هذه الشركة أصلا لذلك فإن المستثمر يقوم ببيعها على المكشوف، ثم ينتظر حتى ينخفض سهر سهم الشركة ويقوم بتغطيتها أو شرائها Buy to cover على سعر أقل ، وبذلك يحصل على ربحه من الفارق بين البيع والشراء، أيضا يستفيد المستثمر من هذه العملية بالحصول على قرض ، حيث أن الوسيط سوف يدفع له مبلغ البيع المكشوف والذي يستطيع استعماله لشراء أسهم أخرى.

• شراء وبيع عقود الاختيار:

وهي عبارة عن دفع عربون لشراء سهم معين بعد فتره معينة بسعر معين(كما سنرى تفصيلياً في الجزء الثاني).

أنواع الأوامر

أمـر سـوق Order Market

وهو أن تضع الكميه ثم تضع أمر سوق فيتم التنفيذ على آخر سعر.

أمـر محـدد Order Limit

وهو أن تضع الكميه ثم تضع أمر محدد ثم تضع السعر المحدد.

أمر إيقاف محدد Stop Limit Order

• **الشراء (ويستعمل لتغطية الشورت)**

عندما تريد الشراء بواسطة أمر إيقاف تقوم بوضع الكمية التي تريد شرائها ثم تختار أمر إيقاف محدد ثم تضع السعر الذي تريده بحيث يكون السعر الذي تريده فوق سعر العرض للسهم وتضع أيضا سعر التنشيط وهو سعر فوق سعر العرض للسهم وتحت سعر شرائك .

مثال: لديك ١٠٠ سهم من شركة معينة تم بيعها شورت مسبقا . سعر العرض الحالي للشركة ٣٠ دولار. وأنت تريد تغطيتها عندما يصل السعر إلى ٣٥ دولار ولكن لا تريد أن تتغطى بأكثر من سعر ٣٧ دولار، تقوم بوضع الكميه للشراء ثم وضع سعر٣٧ دولار على خانة السعر Price وتقوم بوضع سعر ٣٥ دولار على خانة التنشيط Activation . وهكذا عندما يرتفع السعر إلى ٣٥ دولار يتم تنشيط الأمر ويتحول إلى أمر شراء بسعر ٣٧ أو أفضل.

• **البيع (ويستعمل لوقف الخسارة أو المحافظة على الأرباح)**

عندمـا تريد البيع بواسطة أمر محدد إيقاف تقوم بوضع الكمية التي تريد بيعها ثم تختار أمر إيقاف بيع ثم تضع السعر الذي تريده بحيث يكون السعر الذي تريده تحت سعر الطلب للسهم. وتضع أيضا سعر التنشيط وهو سعر تحت سعر الطلب للسهم وفوق سعر بيعك.

مثال: أنت تملك ١٠٠ سهم من شركة معينه . سعر الطلب للشركة في السوق ٣٠ دولار. وأنت تريد بيعها عندما تنزل إلى ٢٥ دولار. ولكن لا تريد أن تبيعها تحت ٢٣ دولار، تقوم

بوضع أمر بيع محدد لوقف الخسارة وتقوم بوضع الكمية ، وتضع سعر ٢٣ دولار في خانة السعر Price وتضع ٢٥ دولار في خانة التنشيط . عندما يصل سعر الشركة إلى ٢٥ دولار يتحول الأمر تلقائيا إلى أمر بيع على ٢٣ دولار أو أفضل.

مثل هذه الأوامر يوجد أمر إيقاف بسعر السوق ، وهو مثل أوامر الإيقاف المحددة ولكن بدون وجود حدود تنشيط فأنت تضع السعر وعندما يصل إليه يتنشط وينفذ العملية بالسعر الذي يليه مهما كان. وهذا النوع من الأوامر لا ينصح استخدامه في الشركات ذات التذبذب العالي.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من الأوامر فانك تستطيع أن تجعل الأمر ليوم واحد حيث تختار Day أو تجعل الأمر مستمرا ولا يتم إلغاءه مطلقا حتى ينفذ أو حتى تقوم أنت بإلغائه GTC، والعديد من الأوامر المتعددة...

ويوجد عدة خيارات: تستطيع التداول كما أوضحنا عن طريق الانترنت أو الهاتف كما هو التداول في السوق السعودي وتستطيع فتح محفظة تداول في احد البنوك السعودية أو احد الوسطاء في أمريكا أو العالم.

التحليل الفني في السوق الأمريكي

من أساسيات التعامل والدخول إلى عالم البورصة أن يكون المستثمر على دراية بأساسيات التحليل الفني حتى يستطيع التعامل مع المتعاملين والمحللين والمتخصصين في وول ستريت المحترفين. فالتحليل الفني هو الأداة التي تقدم للمستثمر المؤشرات الفنية التي تجعله يعرف متى يدخل ومتى يخرج من السهم بربح ويجنبه الخسائر.

شاشة التداول

شاشة التداول اسمها Streamer ستريمر وعندما تصدر توصية بشراء سهم معين في السوق الأمريكي يجب مراعاة ما يلي :

١- متابعة تحليل مؤشر الناسداك نظرا لان اغلب الأسهم التي تصدر توصياتها مدرجة ضمن هذا المؤشر ومراعاة حالته . وجدير بالذكر أن المؤشر أحيانا ينخفض وهناك أسهم لا تتأثر بالمؤشر العام وترتفع لكن ايجابية المؤشر تساهم في وصول أسرع للهدف وحالة السوق العامة لها دور أيضا .

٢- مراعاة الستوب لوز Stop Lose وكذلك عدم الطمع فالسوق الأمريكي لا يوجد به Limit up ولا Limit Down فمن المتوقع دائماً أن يتحرك السهم صعودا أو هبوطا بنسب خيالية ولذا يجب الالتزام التام بتجنب العواطف والتعامل مع السوق بواقعية شديدة .

مصطلحات هامة عن الأسهم

من المصطلحات المستخدمة في التداول :

Last Price : آخر سعر أو آخر صفقة

Change : التغير بالسعر

Close : الإقفال

open : الافتتاح

Bid : طلب

Ask أو Offer : عرض

Size : ويظهر أمام كل طلب وعرض الكميه المطلوبة أو المعروضة باسم ولكن قم بإضافة صفرين أمام الرقم لتعرف الكميه بالضبط . مثلا تشير كميه الطلب ١٠٠ هذا يعني ١٠٠٠ سهم.

Low Price: أدنى سعر باليوم

High Price: أعلى سعر باليوم

Day Range: بعض المواقع تشير إلى أدنى وأعلى سعر

٥٢ weeks low : أدنى سعر بالسنة

٥٢ weeks high: أعلى سعر بالسنة وبعض المواقع تشير إلى أدنى وأعلى ٥٢ سعر سنوي weeks Range

Volume كمية التداول

Symbol أو Ticker رمز السهم

Company Name اسم الشركة

Company Profile طبيعة عمل الشركة أو معلومات عن الشركة

Revenue دخل الشركة

Earnings أرباح الشركة

Dividends وتختصر إلى Div الأرباح الموزعة

Book Value القيمة الاسمية

Capital رأس المال

Market Cap القيمة السوقية

outstanding shares الأسهم المصدرة

Float الأسهم المتداولة

Short Interest حجم البيع على المكشوف أو ما يسمى شورت سيل

Bullish بولش ايجابي مقتبسة من كلمة ثور Bull وتدل على سيطرة القوة الشرائية وايجابية السهم .

Bearish بيرش عكس البولش ومقتبسة من كلمة دب Bear

الهدف : السعر المستهدف من التوصية وغالبا يكون بالقرب من نقطة مقاومة قوية ويفترض البيع بالقرب من هذا المستوى.

ستوب لوز : نقطة وقف الخسارة ويلاحظ دائماً حجم التداول.

التعزيز : أحيانا تصدر توصيات بشراء كمية من السهم ويكون التعزيز يقصد به شراء كمية مساوية قرب منطقة مهمة في حال تراجع السهم لتعديل المتوسط السعري.

swing : يقصد به شراء السهم والاحتفاظ به مدة قصير تمتد بين أسبوع لأربع أسابيع .

long term : شراء السهم بقصد الاحتفاظ به لمدة بين شهر إلى سنة شهور .

day trader : مضارب يومي يجني ربحه ولا يبيت سهم في المحفظة سواء بربح أو خسارة .

للمتابعة : سهم ظهرت عليه بعض الإشارات الايجابية وينتظر تأكيد المسار حتى يحقق شروط الدخول الآمنة.

consolidation : سهم دخل في منطقة تماسك ومسار أفقي بحيث لا يضرب الهدف ولا يكسر الدعم وهنا ننصح بالخروج فتجميد الفلوس في معشر المضاربين تعتبر خسارة وهناك فرص كثيرة في كل يوم .

اختراق : اجتياز السهم لمستوى مقاومة.

كسر : هبوط السهم عن مستوى دعم.

رالي : حركة ايجابية سريعة للسهم غالبا يتحرك بشكل شبه عامودي .

المعلومات التي تنشرها الجرائد عن الأسهم

تنشر الجرائد المالية كجريدة « الوول ستريت جورنال» الأمريكية الشهيرة، معلومات يومية مفصلة عن أسعار الأسهم في أهم بورصات العالم، وتشمل هذه المعلومات ما يلي:

- اسم الشركة ورمزها في البورصة.

- اسم البورصة التي أخذت منها المعلومات المنشورة.

- أعلى سعر لأسهم الشركة وأقل سعر أثناء الأسابيع الاثنين والخميس الماضية.

- الربع النقدي الذي وزعته الشركة في الربع السابق من العام؟

- العائد Yield وهو حاصل قسمة الربع على سعر السهم معطي بشكل نسبة مئوية.

- نسبة سعر السهم الى مكسبهP/E وهو مؤشر مهم جدا يعطي فكرة عن مستوى سعر السهم وعما اذا كان سعر السهم مرتفعا أكثر من اللازم Overvalued أو إذا كان السعر منخفضاً أكثر من اللازمUnder Valued .

- عدد الأسهم التي تم التعامل بها من أسهم هذه الشركة خلال اليوم.

- أعلى سعر للسهم وأقله أثناء اليوم.

- سعر الإغلاق.

- الفرق بين سعر إغلاق اليوم وسعر إغلاق الأمس.

» المبحث الخامس

مدى شرعية التداول على الأسهم الأمريكية

تُفتي هيئة الرقابة والفتوى الشرعية لإدارة الخدمات المصرفية الإسلامية بجواز التعامل في تجارة أسـهم هذه الشركات سواء أكانت شـركات محلية أو دولية ولكن بشرط التقيد بالأسس والضوابط والقيود التالية:

أولاً: ألا تكون الشركة أصل تأسيسها ونشاطها محظورًا كالبنوك الربوية والاستثمارات ذات الدخل المحدد مسبقاً ، والأسهم الممتازة ، والعقود المستقبلية للمبيع والثمن والمعاملات الآجلة ، والاختيارات والعمليات التي تنطوي على الدفع الآجل مقابل عملات وذهب وفضة ، وشركات تربية وتصنيع اللحوم المحرمة كالخنازير وشـركات المتاجرة في المخدرات والمسكرات ومن ذلك: الدخان وشـركات المتاجرة بالأعراض وترويجها من أفلام ومجلات وقنوات فضائية ونواد ليلية ومناجع للترفيه والسياحة المشتملة على توفير وسائل اقتراف الفواحش والموبقات ، وغير ذلك من حُرمتُه معلومة لدى المسـلمين وكذلك شـركات القمار والميسـر ، وما ذكر ليس حصراً وإنما هو تمثيل لكل شركة أصل نشاطها محظور.

ثانياً: إذا كانت الشـركة أصل نشـاطها مباحاً ولكن تحتاج إلـى التمويل بالربا أو يكون لديها سيولة تودعها في أحد البنوك الربوية لأخذ فوائد ربوية عليها فإن كان ما تستقرضه من البنوك أقل من الثلث من قيمة الشـركة السوقية (القيمة السوقية لأسهم الشركة) فيجـوز الدخـول في التجارة في أسـهمها لأن هذا يعتبر قليلاً فـي الكثير والحكم للأكثر والأغلب. وإذا كانت فوائد الشركة لقاء إيداع أموالها من مجموع أرباحها قليلاً في كثير فهو مما يعفى عنه ولا يؤثر على جواز الاستثمار في أسـهم هذه الشركة إلا انه يجب التخلص منه بعد قبضه ولا يجوز أن يسجل ضمن عوائد مالك هذه الأسهم.

وقد رأت الهيئة أن يكون الحد لهذه الفائدة هو ٥٪ فما دون. كمـا لا يجوز لمـالك الأسهم أن يصـرف هذه النسـبة الخبيثة فيما يعـود عليـه بالنفع ووقاية ماله فلا يصرفها زكاة ولا صدقة ولا رسـوماً ولا فائدة ربوية مطلوبة منه وهذا حكم لكل مال خبيث مستفاد فيجب صرفه في وجوه الخير على سبيل التخلص منه.أما إذا كانت نسبة الفائدة الخبيثة في أرباح الشركة أكثر من ٥٪ فلا يجوز الدخول في الاستثمار في أسهمها.

ثالثاً: إذا كان مجموع ما للشركة من ديون وما لديها من سيولة لا يبلغ ٥٠٪ من قيمة الشركة السوقية (القيمة السوقية لأسهم الشركة) فلا بأس من التجارة في أسهمها. أما إذا تجاوزت قيمة الديون والسيولة أو قيمة الديون أو مبلغ السيولة ٥٠٪ من قيمة الشركة السوقية فلا يجوز الاستثمار في أسهمها لأن غالب الشركة ديون أو نقود أو ديون ونقود. ذلك أن الديون لا يجوز بيعها ولا شراؤها. وكذلك النقود للتجارة فيها شروط لابد من توفرها ولا يمكن تحققها في تجارة الأسهم.

ونظرًا لتطور أنظمة الكمبيوتر في دراسة مجموعة من الشركات العالمية من حيث نشاطها ونوعه ونسبة ما عليها من ديون وما لديها من نقود إلى قيمتها السوقية وما تستقرضه من البنوك وما تودعه لديها لغرض الاستثمار الربوي . ومتابعة هذه الدراسة من قبل مالكي هذه الأجهزة بصفة دورية - أسبوعية أو شهرية - للتأكد من وضع هذه الشركات من ثبات أو تغير..

وبناءً على وجود هذه الخدمة الثمينة فيجب على الإدارة المصرفية للخدمات الإسلامية أن تستعين بهذه البرامج عن طريق الاشتراك في الحصول على نشراتها وأن تعرض على الهيئة هذه النشرات بصفة دورية لا تزيد عن ثلاثة أشهر وفي حال تجدد الرغبة لشراء أسهم شركات فيجب عرض نشراتها على الهيئة الشرعية لإقرار ما يمكن إقراره وفق أسس وضوابط التعامل في الشركات ومنع ما لا يتفق مع هذه الضوابط. ومتى دخلت الإدارة - إدارة الخدمات المصرفية الإسلامية - في الاستثمار في أسهم هذه الشركات وفق الضوابط والأسس المذكورة فيما سبق ثم اتضح أن هذه الشركات خرجت عن هذه الضوابط والقيود فيجب التخلص من تملك الأسهم فيها ببيعها بصفة عاجلة.

مع العلم أن تطبيق هذه المعايير والتأكد من انضباط مدير الصندوق بها يحتاج إلى رقابة شرعية بصفة دائمة والاطلاع على تقارير دورية عن مدى تقيد هذه الشركات بالقيود والضوابط الواردة في الفتوى المذكورة.

الفصل الثامن

مخاطر التداول في البورصة الأمريكية

الفصل الثامن

مخاطر التداول في البورصة الأمريكية

المحتويات



هنـــاك مـفـهـوم رئيســـي لابد وأن يكـون عـالقـاً فـي ذهـنك طـوال الوقـت وهـو «كـلـمـا أردت أن تحقـق أرباحاً أكثـر مـن الاســتثمـار فـي البـورصـة، كـلـمـا تعـرضـت لمخـاطـر اســتثمـاريـة أكـبر». فـأنت عـنـدمـا تقـوم ببيـع أو شـــراء أســهـم أو ســـندات أو أي أدوات مـالـيـة أخـري فـإنــك تـكـون مُعـرَّضـاً لمخـاطـر اسـتثمـاريـة. ودرجـة المخـاطـر هـذه تـخـتـلـف مـن أداة مـالـيـة لأخـرى. مثلاً فـالأدوات المـالـيـة الـتـي تتوقـع مـنـهـا ربـحـاً عـالـيـاً (مـثـل الأســهـم النـشــطـة) تحـتـوي عـلـى درجـة كـبـيـرة مـن المخـاطـر. ويـعـنـي ذلـك أن ســعـر الســهـم قـد يـرتـفـع كـثـيـراً (وهـذا يـعـنـي تحـقـيـق الـربـح بـالـنـسـبـة لـك) ولـكـن قـد يـحـدث أن يـنـخـفـض الســعـر كـثـيـراً (وهـذه هـي المخـاطـر الـتـي قـد تـســبـب انـخـفـاض حـجـم أمـوالـك واســتثمـاراتـك). أمـــا الأدوات المـالـيـة الـتـي تتوقـع مـنـهـا ربـح أو عـائـد قـلـيـل (الســنـدات الحـكـومـيـة مـثـلاً) فـإنـهـا تحـتـوي عـلـى درجـة أقـل مـن المخـاطـر وقـد أوضـحـنـا فـي الـفـصـل الـسـابـق مـوضـوع الـعـائـد. ونـركـز هـنـا عـلـى الـشـق الآخـر الـهـام فـي الـبـورصـة وهـو المخـاطـرة ..

» المبحث الأول

معنى المخاطرة
Risk

تعني في البورصة .. حالة عدم التأكد من نتائج شرائك للسهم أو قرارك الاستثماري، ويعني ذلك احتمال خسارة المستثمر بعض رأسماله بسبب تذبذب حالة السوق العامة. ولذا يجب مقارنة المخاطرة دائماً بالعائد الممكن الحصول عليه بدون قلق .. فالمخاطرة هنا ستكون مدى التذبذب المتوقع في العائد، بمعنى أنه كلما كان مدى هذا العائد المتوقع لا يختلف كثيراً عن متوسط العائد السائد تكون المخاطرة قليلة، والعكس بالعكس، فالعائد مثلاً متوسطه في البنوك حوالي ١٠٪ تقريباً وهذا العائد لو اقترب من الـ ١٠٪، تكون المخاطرة قليلة، والعكس ، ولو لديك سهم اشتريته لشركة معينة وهذا السهم يتحرك في حدود ضيقة ولكن عائد توزيعات هذه الشركة مثلاً بمعدل ١٥٪ مثلاً، فهذا استثمار يقال عليه مخاطرة محدودة . ولكن لماذا نقول أن هناك مخاطرة مع أن العائد ١٥٪، والبنوك عائدها ١٠٪ ؟ السبب أن عائد الشركة غير مضمون بعكس عائد البنك، فقد يتأثر عائد الشركة بمواضيع أخرى خارج نطاق الشركة، فأي شيء يحدث في البلد يؤثر في البورصة بسرعة كبيرة جداً.

المخاطرة والعائد Risk & Return

يُعد فهم العلاقة بين المخاطرة والعائد أمراً مهماً وأساسياً لتطوير الإستراتيجية الاستثمارية للمستثمر ومن أجل فهم هذه العلاقة هناك ثلاثة مبادئ أساسية وهي:

العلاقة بين المخاطرة والعائد علاقة طردية:

كلما زادت المخاطر بإمكانية خسارة جزء من رأس المال المستثمَر، زادت إمكانية تحقيق عائد أكبر على هذا الاستثمار، وكلما انخفضت مخاطر الخسارة في رأس المال، انخفض معدل العائد المتوقع، وتشكل التقلبات التي تطرأ على الاستثمارات أو على المدى السعري الذي يمكن أن تتغير فيه الأسعار في الأجل القصير عاملاً مهماً في تحديد مستوى المخاطر الذي تنطوي عليه الاستثمارات، فزيادة مستوى هذه التقلبات تؤدي لزيادة المخاطر .

قدرة المستثمر على تحمل المخاطر:

يحدد مستوى المخاطر التي يرغب المستثمر في تحملها عند دخوله في أحد الاستثمارات المعيار الذي يبين مدي قدرته على تحمل المخاطر، إضافةً إلى درجة ثرائه والأموال المتاحة لديه للاستثمار، وتكون حدود تحَمّل المستثمر للمخاطر نتاج عوامل عديدة ؛ منها العمر وطبيعة ميول المستثمر (مُحب للمخاطر أو كاره لها)، إضافةً إلى أهدافه الاستثمارية .

و هناك طرق متعددة للحد من المخاطر طالما أن المخاطر تتفاوت بتفاوت أنواع الاستثمار، فمن الممكن أن يوازن المستثمر بين المخاطر والعوائد المتاحة في محفظته الاستثمارية من خلال التوزيع الرشيد لأصوله الاستثمارية، وكذلك من خلال اعتماد إستراتيجية واضحة لتنويع الاستثمارات في محفظته، ولكي نوضح فكرة المخاطرة، نتكلم عن الآتي:

قياس المخاطرة:

هناك مقاييس إحصائية عديدة تقاس بها المخاطرة ودرجة التذبذب، علماً بأن درجة مخاطرة المحفظة كاملةً قد تكون أقل من درجة مخاطرة الأوراق المالية التي تُكوّن هذه المحفظة، وذلك بسبب التنويع . و التنويع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة، والتنويع يخفض من درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وهذا ما يسمي بأثر المحفظة، ودرجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تُكون هذه المحفظة . وفيما يلي بعض المقاييس الإحصائية لقياس المخاطرة: منها الانحراف المعياري (و يقيس مدي تذبذب مجموعة من القيم حول وسطها الحسابي)، ومعامل الاختلاف، ومعامل بيتا ..

الانحراف المعياري: هو مقياس إحصائي لانتشار توزيع العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة على سنوات متتالية.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i (r_i - \bar{r})^2}$$

حيث: σ : هو الانحراف المعياري . r_i : هو العائد المحتمل i . $\bar{r}$: هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة . P_i : هو احتمال العائد i . و تكون كالآتي في حالة مقارنة عائد ورقتين في المحفظة بواسطة استخدام الانحراف المعياري ..

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\rho_{1,2}\sigma_1\sigma_2}$$

حيث: σ_p: هو الانحراف المعياري للعائد على المحفظة . w_1: هو النسبة المستثمرة في الورقة ١ . w_2: هو النسبة المستثمرة في الورقة ٢ . σ_1 : هو الانحراف المعياري للعائد على الورقة ١ . σ_2 : هو الانحراف المعياري للعائد على الورقة ٢ . $\rho_{1,2}$: هو معامل الارتباط بين الورقة ١ والورقة ٢ .

فقد يكون هناك سهمين لهما نفس العائد لكن الانحراف المعياري لهم مختلف، للاختيار بينهما نستخدم الانحراف المعياري وقياس المخاطر، ولنُطبق ذلك ..

مثال: لو الشركة الأولى عوائدها خلال السنوات الثلاث الأخيرة على التوالي (٥ جنيه ثم ٦ جنيه، ثم آخر سنة ٧ جنيه)، إذن نحسب المتوسط .. ٥ + ٦+ ٧ = ١٨ ÷ ٣ (السنوات) = ٦ . ولو الشركة الثانية عوائدها في الثلاث سنوات (-٣ جنيه، ٦ جنيه، ثم آخر سنة ١٥ جنيه)، إذن نحسب المتوسط .. (-٣) +٦ + ١٥ = ١٨ ÷ ٣ = ٦ . لو الشركتان لهما نفس متوسط العائد .. لكن نختار أي الشركتين هنا ؟ نُطبق هنا قياس المخاطر نقيس المخاطرة فنجد أن مدي التذبذب في الثانية أكبر جداً منه في الأولى، ففي الثانية كان التذبذب من -٣ إلى ١٥، وهذا يعتبر كثير جداً، ما يعني وجود مخاطرة في مدى كبير أكبر من الشركة الأولى، هنا علينا أن نختار السهم الأول لأنه لو لم يحقق ٧ جنيهات فمتوقع أن يحقق ٦ أو ٥ جنيهات بناءً على مدي التذبذب الذي تحرك فيه في الثلاث سنوات السابقة، ولكنه لن يخسر أبداً ٣ جنيهات كما حدث في الشركة الثانية، إذن نُركز دائماً على عائد السهم ولكن مقارناً بالمخاطرة لأن ثمن العائد = المخاطرة، ولو تساوى السهمين في المخاطرة نختار السهم ذو العائد الأكبر، لذا لو كنت تبحث عن عائد ثابت (فسوف ترضى بعائد أقل، والعكس بالعكس .

معامل الاختلاف: يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين (أو سهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع، يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب، حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد .

$$C.V = \frac{\sigma}{r}$$

حيث: σ : هو الانحراف المعياري . و r : هي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة .

معامل بيتا (مقياس المخاطرة المنتظمة): هو المقياس الأساسي لنموذج تسيير الأصول الرأسمالية. وهو يحسب التذبذب في مقدار المخاطرة بين أصل ما وآخر، وبالتالي تقدير العائد المطلوب على مثل هذه المخاطرة. ويُستخدم لقياس مخاطرة السهم بالنسبة لمخاطرة السوق .

$$Beta_i = b_i = \frac{Covariance\,(r_i, r_m)}{Variance_m} = \frac{\rho_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث: $Covariance(r_i, r_m)$: هو التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل العائد على محفظة السوق (m) . $Variance_m$: هو التباين في العوائد على محفظة السوق . ρ_{im} : هو معامل الارتباط بين السهم i ومحفظة السوق (m) . σ_i : هو الانحراف المعياري للسهم i . σ_m : هو الانحراف المعياري لمحفظة السوق (m) .

و فيما يلي جدول يوضح استخدام معامل بيتا في قياس العلاقة بين مخاطرة السهم ومخاطرة السوق ..

مخاطرة السهم i أكبر من مخاطرة السوق	$b_i > 1.0$
مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق	$b_i = 1.0$
مخاطرة السهم i أقل من مخاطرة السوق	$b_i < 1.0$
السهم i غير مرتبط بمخاطرة السوق	$b_i = 0$
مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق و لكن مع اتجاه تحرك العوائد عكس اتجاه السوق	$b_i = -1.0$

» المبحث الثاني

أنواع المخاطر

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يستعمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول. والمخاطرة في الاستثمار ترتبط باحتمال وقوع الخسائر فكلما زاد احتمال وقوع الخسارة كلما كان الاستثمار أكثر خطورة. والعكس. وبناءً على هذا يمكن تعريف المخاطرة بأنها «احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار» .

أنواع مخاطر الاستثمار

تنقسم مخاطر الاستثمار إلى نوعين من المخاطر ..

أولاً .. مخاطر منتظمة Risk Systematic:

يطلق عليها أيضاً مخاطر السوق أو المخاطر العادية أو المخاطر العامة. وهي المخاطر الناجمة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام. ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين. بل هي تصيب كافة الأوراق المالية في السوق. وبالتالي لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع لأنها تؤثر على كل الشركات تقريباً في نفس الوقت. وترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة وحالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو الانقلابات السياسية. فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة. وتكون مرتفعة في الشركات التي تُنتج سلع أساسية كصناعة الحديد والصلب وصناعات الآلات وصناعة المطاط وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران. وبصورة عامة فإن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوي النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوي النشاط في سوق الأوراق المالية. ويستطيع المستثمر أن يقلل من تأثيرها بسبب اختلاف تأثر الأوراق المالية بالمخاطر المنتظمة على حسب نوعها. ولتقليل أثر المخاطر المنتظمة يمكن للمستثمر تنويع الاستثمار وتوزيعه فيما بين الاستثمار في صناعات مختلفة وقطاعات مختلفة (عقار. أسهم ممتازة. طروحات خاصة .. الخ) . ومن هذه المخاطر:

مخاطــر التضخـم: وتُعرّف أيضاً بمخاطر قوة الشــراء. وهي المخاطــر الناجمة عن احتمال حــدوث انخفاض في القوة الشــرائية أو للمبلغ المســتثمر نتيجة وجــود حالة تضخم في الاقتصــاد. وللتضخم نوعين من التأثير؛ الأول على مســتوى أســعار الفائــدة. والثاني على القوة الشــرائية .. الأثر الأول هو أن ارتفاع التضخم من شــأنه أن يرفع من مســتوى أسعار الفائدة بالسوق بما ينعكس على معدل العائد المطلوب على الاستثمار. أي يطلب المستثمر معدل أعلى للعائد. وفي ظل ثبات الكوبون يكون هناك فرص أفضل متاحة للاستثمار فيها بخلاف الوعاء المستخدم الذي يعني خسارة للمستثمر . والأثر الثاني المتحقق من انخفاض القــوة الشــرائية لكل مــن الفوائد المتولدة والقيمة المســتردة عند تاريخ الاســتحقاق بما يعني أن التضخم يؤثر على العائد العام للأســهم. فإذا كان عائد الاســتثمار أقل من معدل التضخم فيعني ذلك أن هناك فقد لقوة الشراء مع مرور الزمن . و على هذا فلابد من التأكد أن متوسط عائد الاستثمار ينبغي أن يكون أعلى من معدل التضخم على أقل الأحوال.

مخاطــر معدلات الفائدة: هــي المخاطر الناجمة عن احتمال حــدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية فمن المعروف أن أســعار الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة بطريقــة عكســية. فكلمــا ارتفعت معــدلات الفائدة كلما انخفضت أســعار الســندات والعكــس . فيلجأ المســتثمرين لبيع أســهمهم وإيــداع أموالهم بالبنوك مما يــؤدي لزيادة الكميات المعروضة ن الأسهم عن المطلوبة. وتنخفض أسعار الأسهم .

المخاطر السوقية: تتمثل في تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة. ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين. و مثــال على المخاطر الســوقية هي الحالة التــي أصابت بورصة نيويورك عــام ١٩٦٣م بعد أن تواردت أنباء اغتيال الرئيس ا "كيندي". فقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطرت المسئولين إلى إغلاق البورصة. وبيعت الأســهم بأســعار منخفضة جداً. وعندما أفتحت البورصة بعد يومين عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية

مخاطر السيولة: وهي مخاطر عدم تمكن المستثمر من بيع أسهمه أو سنداته وتحويلها إلى سيولة نقدية في وقت احتياجه إلى أموال نتيجة لعدم وجود طلب عليها.

مخاطر التوقيت: مما لا شــك فيه أن التوقيت في الاســتثمار مهــم جداً. فاحتمال ربح المســتثمر الذي استثمر في بداية صعود السوق أكبر من ذلك الذي استثمر في وقت وصول السوق إلى القمة أو وقت الهبوط. لذا يجب على المستثمر ضرورة اختيار توقيت الدخول .

ثانياً ـ مخاطر غير منتظمة Unsystematic Risk:

هي المخاطر غير السوقية أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو منشأة معينة وهي الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. و من هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو أخطاء إدارية تؤثر على نتائج أعمال الشركة أو ظهور اختراعات جديدة أو عمل حملات إعلانية لشركات منافسة أو التغير في أذواق المستهلكين تجاه منتجات الشركة أو ظهور قوانين جديدة تؤثر على هذه المنتجات بالذات، والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات وشركات السجائر حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي بالدولة أو على حالة سوق الأوراق المالية . كما تؤثر هذه المخاطر على شركة معينة عندما يحدث تغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل. لذا يمكن التقليل من هذه المخاطرة بتنويع مكونات المحفظة لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى.

مخاطر خاصة مرتبطة بالسندات

مخاطر التوقف عن السداد: يقصد بها احتمال عدم قدرة الشركة المدينة على الوفاء بالفوائد أو أصل الدين أو الاثنين معاً في التواريخ المتفق عليها. وتعتبر هذه المخاطر غير منتظمة نظراً لارتباطها بالجهة مصدرة السند وتعرضها لظروف استثنائية خارجة عن إرادتها دفعت بها إلى عدم الالتزام .

مخاطر ضعف السيولة: و يقصد بها عدم إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وبسهولة دون أن يتعرض سعرها لانخفاض ملموس. فقد تكون الورقة المالية غير مطلوبة في السوق والتداول عليها ضعيف ما يصعب تسييلها في الوقت المطلوب وفقاً لظروف المستثمر.

مخاطر السعر: عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق تنخفض قيمة السندات التي صدرت عندما كانت أسعار الفائدة منخفضة. والعكس إذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق فإن السندات الجديدة التي تصدر بسعر الفائدة الجديد تصبح أكثر إغراءً للمستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم في سوق السندات، وبالتالي تنخفض أسعار السندات القائمة ذات سعر الفائدة الأقل لضعف الطلب عليها بسبب انخفاض العائد عليها مقارنةً بالسندات التي تصدر بسعر الفائدة الجديد .

مخاطر الاستدعاء: يمكن للشركة التي تتوقع انخفاض أسعار الفائدة أن تعطي لنفسها حق استدعاء السند قبل استحقاقه، وبالتالي يحصل المستثمر على القيمة الاسمية وقيمة فوائد سنة، وبالتالي يُعيد استثمار أمواله في سند آخر ذو عائد أقل .

الخلاصة ..

عليك قبل البدء في الاستثمار .. أن تحدد مستوى المخاطرة التي تستطيع تحملها، وهذا يتوقف طبعاً على طبيعة شخصيتك أنت و على ظروفك المالية التي بنيت عليها خطتك الاستثمارية، وتتأكد أنك عند هذا المستوي من المخاطرة الذي قبلته قد حصلت على أفضل عائد ممكن، وأن يكون هذا العائد أفضل من عائد الاستثمار في أوعية ادخارية أكثر أماناً من الاستثمار في البورصة، وإلا لما كان دخولك عالم البورصة .

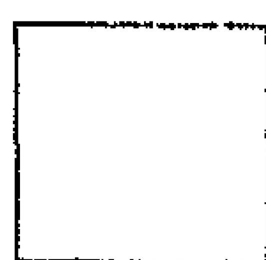
الجزء الثاني

عقود الخيارات
Stock Options

الجزء الثاني

عقود الخيارات
Stock Options

المحتويات



الباب الثالث

عقود الخيارات.. ماهيتها .... وآلية عملها

الباب الثالث

عقود الخيارات.. ماهيتها وآلية عملها ....

المحتويات



تعددت الأدوات المالية المستخدمة في أسواق المال والتي تهدف في المقام الأول إلى المحافظة على رأس المال. وتعتبر المشتقات كما ذكرنا هي أهم الأدوات المالية المعروفة المستخدمة في هذه الأسواق والتي تشتق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعية أو الأصول المالية أو سعر الفائدة. أو أي من المؤشرات الأخرى المرتبطة بها٠ وقد لاقت المشتقات قبولاً واسعاً من قبل المؤسسات المالية والشركات الخاصة وكافة المستثمرين نظرا لما تحويه من منافع كبيرة سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل. أو تحسين معدلات العائد على الأصول. ولتجنب الضرائب والإجراءات الصارمة. ولعل أكثر المنافع التي تقدمها المشتقات هي حماية المستثمرين من المخاطر السوقية الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة غير المتوقعة٠ ونلاحظ أن سوق المشتقات لها الدور المهم في تطوير الأسواق المالية في بلد ما. كما أنها توفر الفرصة للمستثمرين في التحوط من المخاطر لأن الاستثمار في الوقت الحاضر يتعرض لدرجة عالية من التقلبات في أسعار الأوراق المالية. نظرا للدرجة العالية من المخاطر ظهرت الحاجة إلى إيجاد السوق التي توفر الفرصة للتحوط للمستثمرين في الاستثمار. وهي أيضا توفر الفرصة للمستثمرين في المراجحة Arbitraging والمضاربة Speculating لتحقيق الأرباح بالإضافة إلى التحوط Hedging.

وتضم المشتقات مجموعة واسعة من الأدوات المالية أهمها الخيارات Options حيث تعد عقود الخيارات المالية المعاصرة من التطورات الحديثة نسبياً في أسواق التعامل الأجنبي. وهي نوع من أنواع العقود المستقبلية. أو صورة من صورها. وهي عبارة عن عقود مالية بين البائع والمشتري. تتيح للمشتري دفع مبلغ معين من المال مقابل إتاحة الفرصة لمضاعفة هذا المال خلال فترة من الزمن. في الغالب تكون قصيرة. لذا فان عقود الخيار تقدم خاصية الرفع المالي Leverage للمستثمر لأنها تلبي حاجة المستثمر لتحقيق عائدا كبير جدا من خلال مبلغ قليل من المال وبالتالي تقدم هذه الأداة الاستثمارية المبتكرة خدمة للمستثمر الذي يرغب في تغطية مركزه المالي لا توفرها أداة استثمارية أخرى.

ويعتبر خيار الأسهم -كما سنرى تفصيلياً- ورقه مالية مشتقة , لأن قيمته تعتمد على سعر السهم السوقي, وتستخدم عقود الخيار لتوقع حركة أسعار الأسهم المستقبلية وتقليل أثر تذبذب الأسعار.

وهناك ثلاث دورات لتواريخ انتهاء الخيارات المدرجة و يتم تخصيص هذه الدورات لكل سهم:

دورة يناير : يناير - أبريل - يوليو - أكتوبر

دورة فبراير : فبراير - مايو - أغسطس - نوفمبر

دورة مارس : مارس - يونيو - سبتمبر - ديسمبر

الفصل التاسع

نشأة سوق الخيارات

ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الاختيار إلى دولة الإغريق القديمة سنة ٥٥٠ قبل الميلاد وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي طاليس [44] Thales أحد الحكماء السبعة عند اليونان. فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون. فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً. وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق Cornering the Market ، وإذا كان البعض يشكك في مصداقية هذه الرواية. إلا أن المؤرخين يرون في روايتها قرينة على أن نشاطاً من هذا القبيل حدث في حياة" طاليس.

وبدءاً من»جولياس سيزار» Gulius Caesar سنة ٤٦ قبل الميلاد فإن الفينيقيين والرومانيين تعاملوا في عقود بشروط متشابهة إلى حد كبير لعقود الاختيار الحالية. وفي العصور الوسطى كانت المضاربات على بصيلات النباتات ذات الفصائل الزنبقية أمراً معتاداً . فقد ارتفعت أسعار شجيرات وبصيلات هذه النباتات. ولم تكن تتوقف عن الصعود. الأمر الذي أشعل حُمى المضاربة عليها. فأنشئت سوقاً ثانوية نشطة لعقود اختيارات الشراء Call Options على شجيرات وبصيلات نبات التيوليب Tulip bulbs أما الذين كانوا يقومون بشراء هذه العقود فهم Dealers "الديلرز".

وأما خيارات البيع Put Options فكانت تشتري من قبل الموردين Suppliers . وأما السوق التي كانت تباع وتشترى من خلالها هذه العقود فقد أنشئت في هولندا عام ١٦٣٤م. ومع أفول القرن السابع عشر ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في إنجلترا . إلا إنه بنشوب الحرب وانهيار شركة"South Sea Company" لم تعد عقود المشتقات تحظى غالباً بالقبولIll-favored وصارت غير مشروعة Ill-legal واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مائة عام.

وبدأت عقود الاختيار في الظهور والتواجد في الولايات المتحدة الأمريكية قبل أُفول القرن الثامن عشر بقليل وبعد عقد اتفاقية شجرة الدُلب (Buttonwood tree Agreement). وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين عقود الامتياز Privilege حيث تم بموجب هذه الاتفاقية

٤٤ - طاليس (في اليونانية: Θαλῆς) من مليتوس ٦٢٤ ق.م.-٥٤٢ ق.م. يعرف أيضا بثالس المليسي أحد فلاسفة الإغريق قبل سقراط وواحد من حكماء الإغريق السبعة. يعتبره العديد الفيلسوف الأول في الثقافة اليونانية وأبو العلوم. عاش طاليس في مدينة مليتوس في أيونيا، بغرب تركيا. يذكر عنه من ناحية الفلسفة الإلهية أنه كان يقول بإله واحد، وأن هذا الإله مختلف عن الإنسان وأن صفات الله ليست تلك الصفات التي ينسبها الشعراء إلى الآلهة. فإن هذه الصفات صفات إنسانية خالصة.(الفلسفة منطقية)فالله لا نوافص في ذاته حيث لم يلد ولم يولد ولا يموت ولا كالبشر بدأ وجودهم في لحظة بل هو موجود منذ الأزل (اللابداية). من اعمال طاليس المشهورة في يومنا هذا هي خاصية طاليس أو مبرهنة طاليس التي تقول مستقيمين مختلفين h d يتقاطعان في نقطة وحيدة a والـm n نقطتان تنتميان إلى h و b o تنتميان إلى d اذا كان (mb)بوازي (no) فأن no/bm=an/am=ac/ab ولا زالت هذه المبرهنة تستعمل إلى اليوم لقياس الأطوال

إنشاء بورصة نيويورك (NYSE) New York stock Exchange ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج» Russell Sage المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للاختيارات Over-the-Counter market for Options.

وفي عام ١٩٣٤م صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية S.E.C إلا أن سوق الخيارات لم تجد في البداية إقبالاً بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب أو النقائص في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل وكانت تقتضي التسليم الفعلي، وأنها تفتقر إلى الضمان كما كانت تفتقد صانع السوق.

وقد تعامل الناس بعقود الخيارات من خلال مكاتب التجار وبيوت السماسرة، ومن خلال أسواق غير منظمة في خلال العقد الأول من القرن العشرين. ويذكر هواج ورندال[44] Hiang And Randal، أنه قبل إنشاء السوق المنظمة كانت السوق تشتمل على عدد محدود من التجار والسماسرة يتبعون اتحاد تجار خيار البيع والشراء Put and call dealers association وكان التجار أو السماسرة يعلنون عبر الصحف المتخصصة عن استعدادهم لإبرام الصفقات ومساعدة الأطراف المختلفة على التفاوض والوصول إلى اتفاقات بشأن تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ ومقدار العمولة وقد استمر هذا الوضع على حاله إلى أن ظهرت أول سوق منظمة لعقود الخيارات في ابريل عام ١٩٧٣م في مدينة شيكاغو، حيث شهد عام ١٩٧٣م تغيراً ثورياً Revolutionary change في عالم الاختيارات، فقد قامت بورصة شيكاغو للتجارة - وهي أقدم وأكبر بورصة للتجارة في عقود السلع المستقبلية - بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط (Chicago Board Options Exchange (CBOE) وفتحت هذه البورصة أبوابها للمتاجرة في عقود اختيارات الشراء Call option trading في السادس والعشرين من أبريل عام ١٩٧٣ بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيار البيع Put option trading قبل يونيو ١٩٧٧ م.

وظلت حتى اليوم البورصة الوحيدة التي يقتصر نشاطها على التعامل في تلك العقود حيث عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة وسرعة، ما يعني تحسين سيولة الخيار.

وقد كان للإجراءات والأنظمة التي قدمتها ونفذتها بورصة شيكاغو أثراً كبيراً على

---

٤٥ -

إحداث قفزة نوعية على تطور الأسواق في العالم[46] قد ظهرت عقود حقوق الخيار في بورصة لندن للأسهم في القرن التاسع عشر ولكن المتاجرة بهذه العقود بشكل منظم بدأت عام ١٩٧٣ م من قبل بورصة شيكاغو (Chicago Board Options Exchange) (CBOE)[47]. ومنذ ذلك الحين فان العديد من البورصات - وأغلبها من بورصات التجارة في السلع المستقبلية - بدأت التعامل في عقود الخيارات.

وعلى الرغم من أن نشاط السوق غير الرسمية للخيارات قد انخفض انخفاضاً شديداً لسنوات عديدة، إلا أن هذه السوق شهدت نشاطاً ملموساً في السنوات الأخيرة بعث فيها الحياة من جديد. وان كانت أغلب عقود المشتقات يجري تنفيذها من خلال الأسواق الرسمية للمشتقات.

وإذا كان التعامل على عقود الاختيار في الأسواق الرسمية كان قصراً على التعامل في الأسهم في بورصة شيكاغو عام ١٩٧٣ م ولم تتجاوز إصدارات الأسهم المتعامل عليها ٢٥ إصداراً. إلا أن التعامل امتد إلى بورصة نيويورك(New York Stock Exchange (NYSE)، وبورصة أمريكا (America Stock Exchange (ASE)، وبورصة فيلادبلفياPhiladelphia Stock Exchange (PHLX)، ثم إلى البورصات العالمية الأخرى كبورصة لندن للعقود المالية المستقبلية والاختياراتThe London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) كما أنه تطور ليغطي بقية المجالات التي يتم فيها تداول الأصول السلعية والمالية والمعادن النفيسة. فأصبح بوسع المتعاملين في هذه الأسواق التعامل في عقود الاختيار على الأسهم أو مؤشرات الأسهم، والمعادن الثمينة (النفيسة) والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى من سندات وغيرها.

تطور العقود المستقبلية

في عام ١٨٤٨ م قامت مجموعة من رجال الأعمال بإنشاء بورصة شيكاغو للتجارة The Chicago Board of Trade (CBOT) وقد كان الهدف المبدئي من تنظيم هذه البورصة هو تنميط كميات ونوعيات الحبوبStandardizing the quantities and qualities of the grains وبعد ذلك بسنوات قليلة تم تطوير أول عقد آجل وأطلق على هذا النوع من العقود "to-arrive contract" وكان من شروط هذا العقد أن يوافق المزارع على تسليم الحبوب في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر العقد وأن يوافق المزارع على تسليم الحبوب في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر محدد مستقبلاً. وكان ذلك يعني أن المزارع لن يقوم بشحن الحبوب

٤٦ - الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، خربوش، ص. ٢٣٠.
٤٧ - الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، حبش، مرجع سابق، ص. ١٧٣.

إلى شيكاغو في وقت الحصاد. ولكن كان بوسعه تحديد الثمن والتاريخ الذي يمكن أن تباع به الحبوب.

ويرى كتاب الغرب أن هذا النوع من العقود قد اثبت أنه من الأدوات الرائعة. وقد وجد المضاربون أن ما هو أفضل من البيع والشراء، هو القيام ببيع وشراء العقود . وبهذه الطريقة تمكن المتاجرون من المضاربة على أسعار الحبوب ليتم تسليمها في تاريخ مستقبلي دون أن يلقي أحدهم بالاً بالتسليم، أو بتخزين الحبوب ولم يمر وقت طويل حتى شرعت البورصة في وضع مجموعة من القواعد والنظم التي تحكم هذه العمليات.

وفي عام ١٩٢٠ م أنشئت غرفة المقاصة . وقبل أفول القرن التاسع عشر بعامين أنشئت بورصة شيكاغو للتجارة عام ١٨٩٨ م Chicago Mercantile Exchange والتي تعد حالياً ثاني أكبر بورصة عالمية للعقود المستقبلية . وبمرور السنوات أنشئت بورصات جديدة والتي شملت بورصة نيويورك للعقود المستقبلية The New York Futures Exchange وبدأت عام ١٩٧٩م كبورصة تابعة لبورصة نيويورك للأوراق المالية.

وقد تطورت أسواق الخيارات تطورا كبيرا وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، ولاسيما بعد إنشاء سوق شيكاغو. تم تأسيس أسواق مماثلة في أمريكا منذ سنة ١٩٧٦ م غير أنه منذ بداية الثمانينات تم إدراج أنواع جديدة من الخيارات تشمل الأسهم، وسندات الخزينة الأمريكية والأجنبية والسلع والبضائع. ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم[٤٨]. وفي عام ١٩٨٠ م أصبح من الممكن إصدار عقود خيار البيع . وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة حتى أصبحت تزيد على مليون عقد يومياً تتضمن مئات البلايين من الدولارات ولم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم.

وكانت بورصة شيكاغو قد بدأت بخيارات الأسهم لخمس وعشرين شركة فقط، ثم ما لبثت أن ازدادت إلى أكثر من خمسمائة شركة، ولتشتمل على أسواق الأسهم والأوراق المالية والعملات والمعادن الثمينة وبقية السلع الرئيسية.

وفي الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، يرى بعض المستثمرين أن الخيارات هي من أكثر الأدوات أو الأفكار الاستثمارية غموضاً، وبالتالي ينأون بأنفسهم عن التعامل بها .

٤٨ - حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، مرجع سابق، ص. ١٧٢.

مقارنة عقود الخيارات مع عقود المستقبليات

تتفق عقود الخيارات مع العقود المستقبلية في أن كلا منهما يعتبر نوعا من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرافعة المالية LEVERAGE تتيح له استخدامها بشكل واسع في أغراض المضاربة SPECULATION والتحوط [49] HEDGING ويمكن أن نلاحظ هناك بعض الصفات المشتركة بينهما ومن أهم هذه الصفات هي[50]:

- إن كليهما تغطي فترة زمنية مستقبلية.
- قيمة العقد لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ.
- إعطاء المستثمر حق شراء أو بيع الورقة المالية في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا عند التعاقد.

ومع ذلك هناك اختلافات بينهما، نذكر منها ما يأتي[51] :

- إن الخيار الأوروبي يلتقي مع العقود الآجلة أما الخيار الأمريكي فإنه يلتقي مع عقود المستقبليات.
- إن مشتري الخيار يدفع علاوة والتي يحتفظ بها سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ ومقابل ذلك يحق للمشتري أن يتخلى عن العقد مقابل نزوله عن العلاوة المقدمة فتكون هذه العلاوة تأمين ضد مخاطر حركات الأسعار غير الملائمة وفي المقابل لا يوجد في عقود المستقبليات هذه العلاقة بين الطرفين المتعاقدين.
- إن تقلبات مكاسب عقود المستقبليات تدفع المستثمر أو مدير المحفظة إلى تفضيل عقود الخيارات على عقود المستقبليات وذلك لتعويض الخسائر الناجمة عن هذه التقلبات. فمثلا عند انخفاض أسعار أذونات الخزينة قصيرة الأجل ترتفع قيم خيارات الشراء وهذا قد يعدل خسائر المحفظة المتأتية من هبوط القيم السوقية للسندات طويلة الأجل. وهنا فإن على المتحوط في سوق المستقبليات أن يلاحظ مدى هبوط أسعار أذونات الخزينة ففي حالة ارتفاع قيم خيارات الشراء بشكل كاف يمكن تلافي الخسائر المتولدة في مستقبليات هذه الأذونات داخل المحفظة الواحدة.

---

٤٩ - دراسات في الأسواق المالية والنقدية، جمل، مرجع سابق، ص. ١٩٢.
٥٠ - أسواق المال، قرياقص، مرجع سابق، ص. ٧١.
٥١ - الاستثمارات والأسواق المالية، معروف، مرجع سابق، ص. ١٦٥.

• إن عقود الخيارات تميز بين الحقوق والواجبات. بينما نترك هذا التمييز عقود المستقبليات التي تعتبرهما أمرين متكاملين معا. فمثلاً لمشتري الخيارات حقوقاً وليست عليهم التزامات أثناء فترة التعاقد أما بالنسبة لبائعي الخيارات فإن عليهم التزامات وليست لهم حقوق حتى نهاية فترة صلاحية الخيارات. وفي المقابل يلاحظ بأن المشترين والبائعين في عقود المستقبليات لهم حقوق وعليهم التزامات تجاه إنجاز هذه العقود وبطرق مختلفة[٥٢]. أن المستثمر في عقود الخيارات له حق تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد أما في العقود المستقبلية فعملية الشراء للورقة محل التعاقد لا بد أن تتم في التاريخ اللاحق على أن يتم التسليم ودفع القيمة.

• تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيارات على قيمة المكافأة المدفوعة فقط بينما في العقود المستقبلية تمتد لتشمل ولو نظريا القيمة الكلية للعقد.

• مشتري الخيارات لا يحق له استرداد قيمة المكافأة المدفوعة لمحرر الخيارات بينما قيمة الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر للخسارة

• العقد المستقبلي هو عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد.

• يترتب على العقد المستقبلي صفة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه. وتنصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد.

وقد ظهرت عقود الخيارات كأداة من أدوات السوق المالي اعتباراً من عام (١٩٧٣م) كوسيلة تحوطية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية. والمضاربون لتعظيم أرباحهم. ولكن في الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن. يرى بعض المستثمرين أن الخيارات هي من أكثر الأدوات الاستثمارية غموضاً. وبالتالي ينأون بأنفسهم عن التعامل بها.

٥٢ - الاستثمارات والأسواق المالية. معروف. مرجع سابق ص ١٦٦.

وهـــذا بدوره يفرض علينـــا تداول هذه العقود تحليـــلاً وتأصيلاً شـــرعياً؛ لأنه في حين يرى فريـــق من الفقهاء أنها تحوي: القمار، والغرر، والربا، يرى فريق آخر أنه يمكن أن تندرج تحت عدد من العقود الشـــرعية مثل: الكفالة، والضمان، وبيع العربون؛ لذلك لا بد من جلية الأحكام الشرعية لهذه العقود، للوقوف على مدى جواز التعامل بها في الأسواق المالية من عدمه.

الفصل العاشر

تعريف عقود الخيارات وأهميتها

الفصل العاشر

تعريف عقود الخيارات وأهميتها

المحتويات



» المبحث الأول

تعريف عقد الخيار

عقد الخيار « option » هو عقد بين طرفين[٥٣] يعطي لحامله الحق - وليس التزاما- لشراء أو بيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة (وربما العملات، أو السلع أو المؤشرات ..الخ) بسعر تنفيذ معين، خلال فترة سريان العقد، ويدفع مشتري الخيار لقاء تلقيه هذا الحق مبلغاً معيناً يسمى (ثمن الخيار)، وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة[٥٤]» . وعلى سبيل المثال يعطيك عقد خيار الأسهم الحق في شراء نوع معين من الأسهم (أي شركة ترغب بشراء خياراتها) بسعر معين في تاريخ معين (ويسمى Call option). أو بيعها (ويسمى put option). بسعر محدد مقدما (يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ- Exercise Price).

ولفظ الخيار يعني أن مشتري هذا الخيار له حق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه وهذا الحق يحصل عليه الفرد مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض "علاوة" (Premium) للطرف الآخر. وهذا الطرف الآخر يطلق عليه محرر حق الخيار (Option writer)[٥٥].

وبالنظر إلى مفردات التعريف تتبين الملاحظات التالية :

١ـ أن مشتري هذا الحق« حق البيع» هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار

٢ـ أن هذا العقد يلزم بائع حق الخيار» الذي قبض ثمن الخيار « بالشراء ، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية « دافع ثمن خيار بيع أوراقه» بيعها ٠

٣. إن الدافع لشراء هذا الحق من قبل حامل الأوراق المالية هو: الخشية من هبوط أسعارها[٥٦]

٤. أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو البيع خلال فترة محددة متفق عليها مسبقاً وله الخيار في إتمام الصفقة أو التراجع، أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة مادام قد قبض قيمة العربون و بمعنى أكثر شمولية هي استثمارات أسهم اشتقاقية

٥٣- الطرف الأول : المستثمر الذي يمثل مشترى الخيار (Buyer/Holder) والطرف الثاني : المصدر الذي يمثل بائع الخيار (Seller/Writer)

٥٤- حمامي : عبد الكريم ، قاسم ، سلسلة الاستثمار الحديثة في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم ، مطابع الفرزدق التجارية الرياض . (د. ت) ، ص ٩ ، بقليل من التصرف

٥٥- Andrew Inglis-Taylor, Dictionary of Derivatives, opcit, p. ٨٨.

٥٦- نحو سوق مالية إسلامية ، حطاب كمال توفيق - بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، ٢٠٠٥م، ص٤

(الورقـة المالية الاشـتقاقية : هي الورقة مالية تسـتمد قيمتها من ورقـه ماليه أخرى) , ومشتقات الأسهم مثل عقود الخيار و فهي أوراق مالية تعطي للمستثمرين بعض مكاسب الأسهم دون الاضطرار إلى امتلاكها.

وتعتبر الخيارات (option) وسيلة استثمارية حيث تشتري العقود وهناك نوعان من العقـود , عقـد (call) , و عقد (put) والعقد يتكون من ١٠٠ سهم, وأقل عدد من العقود لكي تشتريه هو عقد واحد .

وتنطوي الخيارات option على مخاطر وتتضمن مخاطر أكبر وتقلبات في الأسعار أكبر من الأسهم العادية حيث تستطيع أن تربح أكثر من ١٠٠ ٪ خلال يوم واحد , وفي المقابل ممكن أن تخسر ١٠٠٪ في يوم واحد . لذلك يجب على المستثمر الناجح المحترف أن يثبت لنفسه أنه قادر على تحقيق أرباح معقولة في الأسهم العادية ولديه فهم كاف للاستثمار وخبرة فعلية , عندئذ يمكن التفكير في الاستخدام المحدود للخيارات (option) و إذا لم تكن خبيرا فمن المحتمل أن تخسر كل أموالك.

ومما سبق تشمل أساسيات عقد الخيار على العناصر التالية :-

١- نوع الأصل محل التعاقد «ورقة مالية أو عملة أو سلعة»

٢-المستثمر "المشترى" وهو الذي يقوم بشراء الخيار

٣-المحرر "البائع " وهو الذي يقوم بتحرير الخيار.

٤- سعر التنفيذ .وهو سعر الأصل المتفق عليه بين المشترى والبائع عند إبرام العقد

٥- تاريخ التنفيذ هو التاريخ المحدد الذي يتم فيه تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه وعادة ما يكون في أي يوم من تاريخ إبرام العقد حتى نهايته بالنسبة للخيار الأمريكي , ويكون أخر يوم أي نهاية العقد في حالة الخيار الأوروبي .

٦- المكافأة وهى المبلغ الذي يدفعه المشترى للمحرر نظير حقه في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد وغير قابلة للرد

ويفهم من التعريف السابق أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى وأنه يرغب ببيعها, ولكنه يخشى هبوط أسعارها, فيقوم بشراء حق خيار البيع إذا

مــا كـان الســـعـر مربحـاً لـه، ويكـون بـالخيار وليس عـليه إجبـار، أمــا قـابض ثمـن الخيار، وهـو الـذي ســيقـوم بشـراء الأسـهـم أو الأوراق المـاليـة الأخـرى إذا مـا قـرر الـطـرف الأول ذلـك، فـهـو مـجبر عـلى الشـراء خـلال الـفـترة المتفـق عـليهـا لأنـه قـبض ثمـن الخيار.

ويتم تداول هذه العقود في نوعين من الأسواق وهي :

- أسـواق غـير مـنظـمـة وهـي الأسـواق الـتي يجـرى فـيهـا الـتعـامـل مـن خـلال بـيوت الـسـمـسـرة ومـكـاتـب الـتجـار.

- أمـا الأسـواق المنظـمـة فـهـي سـوق مـركـزي يوجـد لـه مـكـان مـحـدد يجـرى فـيـه الـتعـامـل.

الفرق بين العقود الآجلة والخيارات

تختلف الخيارات عـن العـقـود الآجلـة فـي نـقـاط مـتـعـددة . يـدفـع المشـتري الخيار لـشـرائـه المبـلغ كـامـلا فـي وقـت شـرائـه . وبـذلـك لا يمـكـن لـهـذا المـركـز أن يسـفـر لـصـاحـبـة عـن خـسـائـر كـثـيـرة (غـير أنـه ثمــن الخيار مـدفــوع) . ويـخـتـلـف ذلـك عـن العـقـود الآجـلـة حـيـث أنـهـا لا تحـتـاج لـدفـع عـلاوة . ولـكـنـهـا يمـكـن أن تـسـبـب خـســائـر كـبـيرة . وتجـعـل هـذه المـيـزات الخـيارات مـرغـوبـة عـنـد الـكـثـير مـن مـرتـاديـن الأسـواق أحـيـانـا . الـذين لا يـسـتـطـيعـون فـتـح مـراكـزهـم الآجـلـة فـي الـوقـت والمـكـان المـنـاسـب .

شـراء خـيار الـبـيـع يـشـبـه شـراء الـتـأمـين . عـلـى سـبـيـل المـثـال . شـراء خـيـار بـيـع عـقـد ذهـب آجـل كـأنـه شـراء الـتـأمـين الـذي يـعـوض المـبـلـغ الـكـامـل فـي حـالـة نـزول الـذهـب الآجـل تحـت سـعـر إضـراب الخـيـــار. عـنـد الـربـط مـا بـين الـعـقـود الآجـلـة والخـيـارات يـنـتـج لـديـنـا الـكـثـير والـعـديـد مـن طـرق الـدفـع المـبـتـكـرة والجـديـة .



يظهر الجدول الآتي أوجه التشابه والاختلاف بين العقود الآجلة والخيارات

العقود الآجلة	الخيارات
التداول في البورصة بالتجديد	مثل العقود الآجلة
البورصة تحدد المنتج	مثل العقود الآجلة
تتحرك الأسعار ارتفاعا وانخفاضا	قيمة النقود تتغير أما سعر الإضراب ثابت
لا تدفع العلاوة	المشترين يدفعون علاوة البائعين
الحصيلة خطية	الحصيلة غير خطية
كل من البائع والمشتري في خطر	البائع هو الذي في خطر
يرتكز التداول على السعر الآجل	يرتكز التداول على علاوة الخيار

ويمكن تداول الخيارات إما في البورصة أو في أسواق الغير نظامية OTC يتم إعداد الخيارات المتداولة في أسواق OTC على حسب الاحتياجات الخاصة للمستثمرين . ومن جهة أخرى الخيارات المتداولة في البورصة موحدة وقياسية وذلك باعتبار :

- حجم العقد
- سعر التنفيذ
- تاريخ الانقضاء
- طريقة التنفيذ (أمريكية أو أروبية)

يمكن تداول وتقاص وتسوية الخيارات القياسية بنفس الطريقة التي تتم مع العقود الآجلة شراء خيار يحدد كل الخسارة وفي نفس الوقت يسمح للمشتري أن يستفيد من تحركات السعر الإيجابية . لذلك إدارة مخاطر الأسعار عن طريق الخيارات يكون إيجابيا مقارنة مع التحوط باستعمال العقود الآجلة . لأنه عند استعمال العقود الآجلة في التحوط , لا يمكننا إلا قفل سعر الأصل في مجال معين ولكن لا تعطينا أي ميزة للاستفادة من التغيرات المناسبة في سعر الأصل الموجود .

وجوه الاختلاف بين عقود الاختيار في السوق الرسمية وغير الرسمية

يرى بعض الكتاب أن من مساوئ التعامل في عقود الاختيار من خلال السوق غير الرسمية عدم نمطية العقود وكذا اللجوء إلى الوسطاء عمن يقبل أن يكون الطرف الآخر في عقود البيع أو عقود الشراء، وأن ذلك يقتضي التفاوض حول جميع الشروط الخاصة بالصفقة ومنها:

- حجم الصفقة contract Size

- سعر التنفيذ الخاص بحق الشراء أو حق البيع Exercise Price

- مدة سريان العقد Expiration Date

- ثمن حق الخيار Option Price

- أية شروط أخرى يتفق عليها الطرفان Terms and conditions

ويرون أيضا أن من أهم ما يميز الخيارات المقيدة بالسوق الرسمية عن غير المدرجة بهذه السوق إنما يكمن في ضمانات تنفيذ العقد. ففي السوق الرسمية يكون حامل عقد الخيار على ثقة تامة أن الطرف الآخر سيفي بالتزامه كاملاً على أساس أن البورصة ذاتها ستتكفل بذلك نيابة عن بائع حق الخيار. أما في الأسواق غير الرسمية فان الضمان يأتي غالبا من خلال طرف ثالث يكون في العادة إحدى شركات الوساطة المشهورة. وعلى النقيض من ذلك يرى آخرون أن شيكاجو لم تعد مركز صناعة الاختيارات. ويرون أن من مزايا التعامل من خلال السوق غير الرسمية ما يلي :

١- شروط عقود الاختيارات يمكن تفصيلها وفقا لاحتياجات الطرفين.

٢- هي أن السوق غير الرسمية هي سوق خاصة لا يتابع من خلالها جمهور العامة ولا المستثمرون ولا المتنافسون العمليات التي تم تنفيذها. ويضيفون أن ذلك لا يعني أن العملية غير قانونية أو مشبوهة. ويكشفون النقاب عن مزية عدم الإفصاح عن العمليات التي تم انجازها في السوق غير الرسمية خلافا لما يجري في السوق الرسمية حيث أن صدور عدد كبير من الأوامر لشراء خيارات بيع من خلال السوق الرسمية هو بمثابة إشارة مرسلة إلى السوق أن لدى البعض أخبارا سيئة. الأمر الذي يؤدي إلى

نكوص السـوق واضطرابه Reeling Market ترقباً لما تسفر عنه هذه المعلومات أو مدى صدق تلك التوقعات.

٣- وهي التي يضيفها الكتاب المتحمسون للسوق غير الرسمية هو أن التعامل من خلال السـوق غير الرسـمية غير مقيد بنظم معينة بالضرورة، ويضيفـون أن القواعد التي تحكم هذه السـوق هي البديهة والفطرة السـليمة وهي الأمانة والكياسة honesty and courtesy وان المؤسسـات التي لا تسـتطيع أن تتواءم مع ذلك لن يكون بوسعها إيجـاد الأطـراف الأخرى التي تتعاقـد معها، على انه قد يكون من المفيد أن نشـير هنا إلى أن أغلى العقود التي يتم إنشـاؤها من خلال السـوق غير الرسمية ليست خيارات تقليدية كخيار على احد الأسهم العاديةCommon Stock حيث أن اغلب هذه العقود أما خيارات على السندات أو أسعار الفائدة أو السلع أو المبادلات أو العملات.

ورغم ما تقدم فيرى هؤلاء الكتاب - رغم تحمسهم للسوق غير الرسمية انه من الإنصاف القول أن الأسواق الرسمية قد سدت حاجة السوق إلى عقود نمطية للاختيار standardized option contracts والتي تقوم البورصة من خلالها بتحديد شروط العقود. الأمر الذي يترتب عليه إمكانية التعامل على هذه العقود من خلال السـوق الثانوية وهذا من شانه أن يجعل تلك العقود أكثر قبولا وأكثر جاذبية، ويرون انه بتوفيـر قاعة للمعاملات وبتحديد القواعد والنظم وتنميط العقود أمكن تسـويق الخيارات كما يجري تسـويق الأسـهم فإذا ما رغب حامل عقد الخيار في بيع العقد قبل انتهاء تاريخ سريانه أو إذا ما أراد بائع حق الخيار أن يتحرر من التزامه ببيع أو شـراء السـهم محل العقـد فان هذه العملية يمكـن ترتيبها من خلال بورصة الخيارات.

مفهوم النقدية

غالبا ما يشـار إلى الخيارات بأنها في النقود ، عند النقود وخارج النقود وذلك بالرجوع إلى سعر الأصل وسعر الإضراب للخيار . إشارة النقد ليست دلالة على ربحية الخيار المشار إليه .

أ – في النقود (ITM) :

خيار في النقود (ITM) هو خيار ينتج لمالكه تدفقاً نقدياً إيجابياً إذا نفذه في نفس الحال . يقال عن خيار شراء أنه في النقود إذا كان سعر الأصل أكبر من سعر الإضراب (السعر الحالي > سعر الإضراب) . إذا كان سعر تداول العقد الآجل أكبر بكثير من سعر الإضراب يسمى خيار

في النقود بعمق . وفي حالة خيار البيع إذا كان سعر العقد الآجل أقل من سعر الإضراب فيكون الخيار عميقاً في النقود (السعر الحالي < سعر الإضراب) .

٢- خيار عند النقود :

يكون الخيار عند النقود (ATM) عندما ينتج لمالكه تدفقاً نقدياً معدوماً إذا نفذه في نفس الحال . يكون كلا من خيار الشراء وخيار البيع عند النقود عندما يتساوى كل من سعر العد الآجل وسعر الإضراب (السعر الحالي = سعر الإضراب) .

٣- خيار خارج النقود :

يكون الخيار خارج النقود (OTM) عندما ينتج لمالكه تدفقا نقدياً سلبيا إذا نفذه في نفس الحال .

يقال عن خيار شراء أنه خارج النقود إذا كان سعر الأصل أقل من سعر الإضراب (السعر الحال < سعر الإضراب) إذا كان سعر تداول العقد الآجل أقل بكثير من سعر الإضراب يسمى خيار خارج النقود بعمق. وفي حالة خيار البيع إذا كان سعر العقد الآجل أكبر من سعر الإضراب فيكون الخيار خارج النقود بعمق (السعر الحالي > سعر الإضراب) .

وتتحدد قيمة الخيار في ضوء عدد من المتغيرات هي:

١- القيمة السوقية للسهم

٢- سعر التنفيذ Exercise or Strike Price

٣- تاريخ التنفيذ Expiration Date

٤- درجة تقلب سعر السهم محل الخيار

٥- مستوى أسعار الفائدة في السوق

٦- التوزيعات النقدية التي تجريها المنشأة المصدرة للسهم

وقد تكون الجهة التي تبيع أو تعطي هذه الخيارات للمستثمرين فرداً أو شركة. ويمثل إصدار الخيارات "تعهداً" من المُصدر بأداء التزامات مالية معينة إذا قرر أصحاب الخيارات تنفيذها. ويتحمل مُصدر الخيارات قدراً من المخاطر أكبر كثيراً مما يتحمله مشترى الخيارات. وذلك نظراً لالتزام المُصدر بشراء أو بيع الورقة المالية أو السلعة موضوع الخيار بأسعار محددة مسبقاً بغض النظر عن اختلاف هذه الأسعار في السوق في تاريخ تنفيذ هذه الخيارات.

مثال :

لنفترض أنك تمتلك عقد يحق لك من خلاله شراء سيارة في أول يوم من شهر يونيو بسعر ١٠٠٠$ عند الوصول إلى تاريخ التسليم تكون أمام احتمالين:

الاحتمال الأول: أن يكون سعر السيارة في بداية شهر يونيو أعلى من ١٠٠٠$ وبهذه الحالة تكون قد ربحت بسبب امتلاكك للسيارة بأقل من سعرها الحالي في السوق.

الاحتمال الثاني : أن يكون سعر السيارة في بداية شهر يونيو أقل من ١٠٠٠$ في هذه الحالة ستكون غير راغب في شراء السيارة نظراً لوجودها بالسوق بسعر أقل من الذي تم الاتفاق على شرائها به. وبما أن العقد يعطيك الحق بالشراء ولكنه ليس ملزم فإنه يمكنك عدم الشراء إذا كان السعر لا يناسبك مقابل خسارتك للقسط الأولي الذي قمت بدفعه في البداية .

مثال :

لنفترض أن شخصاً يملك أرض قيمتها اليوم تساوي ١٠٠ ألف دولار وهو يرغب في بيعها الآن , وأنت تعتقد أن سعرها سوف يرتفع خلال ٤ أشهر إلى ١٢٠ ألف , وقد اتفقتم على أن تشتري أنت الأرض بسعر مؤجل يساوي ١١٠ آلاف دولار على أساس أن تدفع له عربون يبلغ ١٠ عشرة آلاف دولار فقط , إذا تمت الصفقة بينكما وارتفع سعر الأرض إلى ١٢٥ آلاف دولار خلال شهر واحد فقط فبذلك يحق لك أن تبيع الأرض في السوق وتسديد باقي المبلغ لصاحب الأرض والبالغ ١٠٠ ألف دولار + ما تم دفعه سابقاً أي العربون ١٠ عشرة آلاف دولار والباقي وهو ١٥ عشر ألف دولار تكون لك مكسب خلال شهر قيمة الأرض ١١٠ألف دولار = سعر البيع ١٢٥ ألف دولار = ربح ١٥ ألف دولار. باختصار أنت دفعت ١٠ آلاف دولار وكسبت ١٥ ألف دولار في شهر أي كسبت ١٥٠٪ في وقت قياسي بمبلغ مخاطره قليل وهو قيمة العربون فقط.

أماكن تواجد عقود الخيار

يتم تداول عقود الخيار في عدة أسواق أشهرها سوق شيكاغو لعقود الخيار (Chicago Board options Exchange) المعروف بسوق CBOE إضافة إلى بورصة نيويورك (NYSE) لعقود الخيار و البورصة الأمريكية (AMEX)) وبورصة فيلادلفيا (Philadelphia stock Exchange) وبورصة ناسداك(NASDAQ) .

بالنسبة للمستثمر العادي لا يعنيه مكان التداول إنما كل ما يهمه هو الحصول على أفضل سعر من بين الأسعار المتوفرة في أسواق عقد الخيار المختلفة, ويقوم بطلب البيع أو الشراء, ويقوم الوسيط بتنفيذ الطلب في أحد من هذه الأسواق. أما المستثمر المحترف يفضل تحديد مكان التداول لقدرته على الحصول على صورة كاملة لحالة الأسعار في كل سوق. وبصفة عامة لا يحتاج المستثمر الذي يتعامل مع وسيط معروف أن يحدد مكان التداول.

تنفيذ عقد الخيار Option Exercise

يتم تنفيذ الخيارات بثلاثة طرق هي:

الخيار الأمريكي American option: هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة, وبسعر محدد مسبقاً, ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد وإنما خلال فترة محددة.

الخيار الأوروبي European option: وفيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار expiration, ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.

طريقة برمودا Bermudan option: ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار, ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.

ويلاحظ أنه في حالة رغبة مالك العقد بالتنفيذ (أي شراء الأسهم) عند انتهاء فترة العقد أي عندما يكون العقد في حالة ربح In the money فيجب عليه أن يبلغ الوسيط قبل الساعة الرابعة والربع من عصر يوم الجمعة الذي ينتهي فيه العقد, خصوصاً إذا كان العقد رابحاً بمبلغ يقل عن ٢٥ سنتاً.

أما إذا كان العقد رابحاً بمبلغ يزيد عن ٢٥ سنتاً فليس من الضروري إجراء طلب التنفيذ، كون ذلك يتم أوتوماتيكيا حسب ما هو متبع من قبل أنظمة تداول عقود الخيار. ويجب على صاحب العقد التخلص منه أما ببيعه أن كان رابحاً. أو ترك الوسيط ينفذه ان كان سعره يزيد عن ٢٥ سنتاً.

أما إذا كان أقل من ٢٥ سنتاً ولم يقم صاحب العقد ببيعه Sell to Close فانه ينتهي ولا يستفاد منه. ولا يقوم صاحب العقد بدفع أي رسوم في هذه الحالة.

فتح العقود وإغلاقها Trading Position

في كل مرة يقوم المستثمر بإدخال أمر لبيع عقد خيار أو شرائه فانه إما أن يقوم بفتح العقد أو إغلاقه Close Position أو Open Position . فإذا كان يود أن يشتري عقد call فعليه ان يجري عملية شراء لفتح العقدBuy to Open .وعندما يود بيع العقد يقوم ببيع لإغلاق العقد Sell to Close .

وعندما يود أن يبيع عقد call لأسهم يملكها (عقد مغطى بأسهم) فانه يحتاج إلى أن يدخل أمر بيع لفتح عقد Sell to Open ولاحقا يقوم بإدخال أمر شراء لإغلاق العقد Buy to Close.

العقود المفتوحة Open Interest

يعرف عدد العقود المفتوحة في أي وقت من الأوقات بمصطلح Open Interest ويدل هذا العدد على مدى إقبال المستثمرين على عقد الخيار المعني، ويدل عدد العقود التي تم فتحه لأول مرة . أي أنها تختلف عن كمية التداول Volume والتي تحسب في كل مرة يتم تداول العقد فيها.

» المبحث الثاني

السمات العامة لعقود الخيارات

تتميز عقود الخيارات المالية المعاصرة بجملة من الخصائص، نجملها فيما يلي[٥٧]

١) . الخيار ورقة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من مادة الخيار المذكورة في العقد (أسهم ، سندات ، أو أي ورقة مالية أخرى) .

٢) . توقعات طرفي العقد مختلفة أمام ما يمكن أن يؤول إليه الوضع بخصوص مادة الخيار المذكورة ، وإلا ما تم التعاقد أصلا ، إذ يتوقع طرف ارتفاع سعر السهم خلال مدة الممارسة فيقدم على شراء حق الشراء ، ويتوقع الطرف الآخر عدم تجاوز السعر السائد (القيمة السوقية وقت التعاقد) ، فيقدم على بيع حق الشراء أملا في الفوز بالمكافأة .

٣) . أن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه[٥٨] ، وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار.

٤) . أن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقد الخيار ، وتكون ملتزمة بتنفيذه ، عندما يرغب مشتريه ممارسته للحق الذي اشتراه .

٥) .أن عقود الخيارات قابلة للتداول ، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما .

---

٥٧ ـ العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية -الاسلامبولي : أحمد محمد خليل ، ص ٥٩ ـ ٦٠ .

العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق وعوض : مروان ، ص١٤٦ .

بورصة الأوراق المالية، وحنفي : عبد الغفار ، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، (د.ط) ، ٢٠٠٣ ص٤١٤ـ٤١٦

٥٨ ـ هذا مغاير لما عليه العقود في الشرع ، حيث إن العقد في الشرع يشتمل على « حق والتزام لكل من أطراف العقد » ،بينما في الخيارات المالية المعاصرة ، ينفك هذا التلازم ، ليكون الحق لطرف والالتزام لطرف آخر ، ولا يوجد ما يبرر هذا شرعا أو منطقا ، وثمن هذه العملية هو ثمن الخيار، يدفعه الطرف المتمتع بالحق إلى طرف الالتزام المكلف .

٦) . خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة) . وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء ، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم . ومغلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظريا) .

٧) . تمكّن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار ، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل[٩].

٨) . إنها توفر أربعة حالات تعامل ممكنة هي : شراء حق ممارسة الشراء ، وشراء حق ممارسة البيع ، وبيع حق ممارسة الشراء ، وبيع حق ممارسة البيع .

٩) . امتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفا ، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري[١٠] . وإذا أصر طرف على الاستلام ـ وهو أمر غير وارد غالبا ـ يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناء عليه فتكون المحصلة واحدة . أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام أو التسليم مستحيلا[١١].

٩ـ أي إنها عمليات لا تستهدف أكثر من المضاربة على فروق الأسعار .
١٠ ـ هذا مخالف لطبيعة العقود في الفقه الإسلامي . حيث إنه من المعلوم أن العقود في الفقه الإسلامي يقصد منها القبض ، وذلك تحقيقا لمقصود التبادل ، وهو تحقيق النفع لطرفي التبادل ، بينما في هذه العقود هذا القصد شبه معدوم ، وعليه فتحقق النفع لطرفي العقد معدوم إنما النفع يكون لطرف على حساب الطرف الآخر ، وهذا ضرب من القمار المحرم .
١١- العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، الاسلامبولي : أحمد محمد خليل ،ص ٦٠ .

» المبحث الثالث

المصطلحات الأساسية في عقود الخيار

خيار الصعود Call Options

عندما يكون لك الحق في شـراء أصل تكون قد امتلكت Call Options وهو نفس الحالة التي اطلعت عليها في المثال السابق.

خيار الهبوط Put Options

عندما يكون لديك الحق في بيع أصل تكون قد امتلكت Put Options. على سبيل المثال إذا امتلكت الحق في بيع سيارة بمبلغ ١٠٠٠$ تكون قد اشتريت الحق في بيع السيارة على سعر محدد وتاريخ محدد وستكون مستفيداً إذا كان سعر التسليم أقل من ١٠٠٠$. أما إذا كان سعر السيارة في السوق أعلى من ١٠٠٠$ فستصبح الصفقة عديمة الفائدة بالنسبة لك. حيث كان بالإمكان أن تربح أكثر في حال عدم ارتباطك مع الشاري وذلك من خلال بيعها إلى شخص آخر في السوق وفقاً لسعرها في السوق .

سعر المضاربة Strike price

هو السعر الذي تم على أساسه شراء أو بيع الأصل الذي اشتق منه عقد الخيار Options في حال قرر المستثمر امتلاك هذا الأصل . في مثالنا السابق نعتبر ١٠٠٠$ سعر شراء السيارة هي Strike price أو بعبارة أخرى : Strike price=Exercise price =$١٠٠٠

علاوة الخيار :

مبدئياً علاوة الخيار هو السعر الذي يتم تداول عقد الخيار به . المبلغ المدفوع من طرف مشتري الخيار إلى بائع الخيار .

تاريخ التنفيذ :

يسمى التاريخ الذي يمكن تنفيذ الخيار فيه أو قبله من طرف المشتري بتاريخ التنفيذ أو تاريخ انقضاء الخيار .

التنازل :

يحدث التنازل عندما يتم تنفيذ الخيار من طرف مالكه . يلتزم محرر الخيار بتسليم وتنفيذ شروط عقد الخيار . إذا تم التنازل في خيار شراء يلزم بائع الخيار ببيع الكمية المفروضة من الأصل بسعر الإضراب . أما في حالة خيار البيع يلزم محرر الخيار بشراء الكمية المفروضة من الأصل بسعر الإضراب .

قيمة الوقت Premium

ويقصد به قيمة حجز أو استئجار السهم وهي في الأسهم القليلة الذبذبة تقارب ٣٪ من قيمة السهم عن كل شهر حجز في حال كون قيمة السهم Stock Price في حدود ١٢٠٪ من سعر المضاربة strike . ويمكن أن يفسر بأحد التفسيرين :

تكلفة عقد الخيار Options

يمثل كل عقد من عقود الخيار ١٠٠ سهم. وتعتبر تكلفة العقد هي القسط الذي يقوم المستثمر بدفعه لقاء حصوله على حق امتلاك السلعة الذي اشتق منها عقد الخيار في تاريخ التسليم. وفي البورصة غالبا ما يحسب القسط على شكل نقاط تضاف أو تطرح من سعر السوق الحالي لذلك يمكن اعتباره المبلغ الذي يتجاوز عقد الخيار بموجبه التكلفة أو القيمة الحقيقية له. ويعرف أيضاً هذا التعريف بـ Options time value فعند قيام المستثمر بشراء Options تقوم بدفع قسط مقدم (عربون) الذي يعطي بدوره الفرصة لك بالربح من التقلبات السعرية لأصل معين . ويعد هذا القسط هو أقل خسارة يمكن أن تتلقاها لقاء قيامك بشراء حق ولكن الربح يكون غير محدد .

تاريخ الانقضاء Expiration date:

يقصد به تاريخ الاستحقاق أي التاريخ الذي يستحق فيه عقد الخيار Options

حالة العقد Contract Condition

وهي تكون إحدى حالتين اما حالة ربح In the money أو حالة خسارة Out of the money.

فعلى سبيل المثال لو كان لدى مستثمر ١٠ عقود شراء لشركة ما تنتهي في شهر أكتوبر بسعر تنفيذ يساوي ١٠٠ $. وكان سعر الشركة الحالي ٩٥ $ فان حالة العقد في هذه الحالة تكون خاسرة لأن السعر الحالي للسهم أقل من سعر التنفيذ. ما يعني أنه من غير الممكن الاستفادة من العقد في الوقت الحاضر نظرا لإمكانية شراء السهم بسعر ٩٥ دولار من السوق مباشرة بأقل ثمن من سعر التنفيذ.

» المبحث الرابع

أهمية عقد الخيار

أن الخيار يعتبر أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية كما يستخدمها المستثمرون المضاربون بهدف تحقيق الأرباح. أي أن المستثمر يلجأ إليها لسببين:

لتغطية المخاطر: تعتبر الخيارات نوع من التأمين على مخاطر الاستثمارات ذات العائد المرتفع.

للمضاربة: يتوقع المستثمر الذي يحصل على خيار الشراء أن يرتفع سعر الأصل المحدد في الخيار. أما الذي يحصل على خيار البيع فهو يتوقع هبوط سعر الأصل محل الخيار.

إذا كانت اتجاهات أسعار الأصل محل الخيار عكس التوقعات فإنه يمكن لأصحاب الخيار أن يمتنعوا عن ممارسة حقهم في البيع أو الشراء خلال فترة صلاحية الخيارات. وفي هذه الحالة سوف يخسرون فقط القيمة المدفوعة للحصول على هذه الخيارات ومن المزايا التي تتميز بها عقود الخيار ما يلي[٦٢]

- أنها قدمت بعدا جديدا للأدوات المالية. حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها (Volatility) والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال مثل داوجونز(Dow Jones) ومؤشر نيكاي (Nikkei).

- أنها تقدم للمضارب في السوق المالي قوة رافعة كبيرة (Leverage). حيث يستطيع عن طريقها الحصول على حق شراء موجودات مالية ضخمة. وتحقيق أرباح كبيرة بمبالغ قليلة هي عبارة عن ثمن حق الخيار (العلاوة).

- لقد أصبح مدراء الخزينة في الشركات العالمية والمؤسسات المالية الكبيرة الحجم قلقين من تحركات أسعار العملات. وأسعار الفائدة. وأسعار المنتجات الاستهلاكية. وقد وجد أولئك المدراء في استعمال حقوق الخيار (التي تعتبر من أهم منتجات الأسواق المالية الحديثة) الوسيلة التي تحميهم من هبوط الأسعار وبالتالي التخفيف من قلقهم.

٦٢ - الأسواق المالية طبيعتها. تنظيمها. أدواتها المشتقة. بلي هاني مرجع سابق. ص. ١٧٢-١٧٣.

أن ســوق الخيــارات يمكــن أن تكــون في إطار الأســـواق المســـتقبلية. وقد تكـون أســـواقا مســـتقلة١٢ أو أنها تمثل جزء من الأســـواق الحاضرة. يتم فيها تداول أوراق مالية تتضمن حق الخيار للمتعامل. وحق الخيار قد يكون خيار بيع أو خيار شـــراء. يعطي لحامله الحق في شـــراء ورقة مالية أو بيعها خلال فترة محدودة. أو في تاريخ محدد. بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقا. ويكـــون متاحا لصاحب حــق الخيار تنفيذ عقد الخيار. أو عدم تنفيـــذه. ومقابل حصوله على حق الخيار هذا فانه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمنا يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد. ولا يوفر حق الخيار لحامله حقا مباشـــرا في ملكية المشـــروع أو أرباحه ما لم يتم تنفيذ عقد الخيار. أي ما لم يتحقق لمشتري الورقة المالية محل الخيار ملكيتها فعلا. بعد تنفيذ العقد.

١٢ - الأسواق المالية والنقدية. خلف. مرجع سابق ص. ٥٢. وانظر أيضا هندي. الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية. مرجع سابق. ص ٦٨.

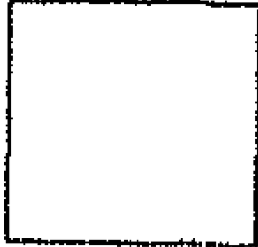
الفصل الحادي عشر

أنواع عقود الخيارات وخصائصها

الفصل الحادي عشر

أنواع عقود الخيارات وخصائصها

المحتويات



« المبحث الأول

تصنيفات عقود الخيار

تتعدد الخيارات باعتبارات عديدة وأنواع وأشكال عديدة, فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات أو المؤسسات أو العملات غير أنه يكاد يتفق الباحثون في هذا المجال على أن هناك نوعين من الخيارات يعتبران الأهم والأكثر انتشاراً في التعامل في الأسواق المالية وهما: خيار الطلب أو الشراء Call option)) . وخيار البيع (put option) .

وبينما يقسم بعض الباحثون هذه العقود إلى أربعة أنواع:

- عقد خيار بيع put option
- وعقد خيار شراء call option
- وعقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Strangle
- وعقد خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع .Straddle

وهناك من يقسم عقود الخيار إلى أربعة أنواع كما يلي :

١- عقد خيار بيع

٢- وعقد خيار شراء

٣- وعقد خيار مزدوج Double option ويتفرع من هذا النوع الأخير من العقود نوعين، الأول عقد خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Straddle وعقد اختيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع Strangle

٤- عقد خيار بمضاعفة الكمية Option to double وهو نوعان الأول حق خيار بيع مقترن بحق مضاعفة الكمية put of more option . وعقد خيار شراء مقترن بحق مضاعفة الكمية call - of - more option

أسس تصنيفات أنواع عقود الخيارات

تصنف أنواع عقود الخيارات على عدة أسس :

أولا / على أساس تاريخ التنفيذ

١- الخيار الأوروبي European Options

وهو عقد خيار « شراء أو بيع » يتم تنفيذه في التاريخ المحدد لانتهاء العقد فقط .

٢- الخيار الأمريكي American Options

وهو عقد خيار « شراء أو بيع » يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه (٣)

« الخيار الأمريكي أفضل حيث يكون للمستثمر فرص تنفيذ العقد في أي يوم من تاريخ العقد بعكس الخيار الأوروبي حيث يمكن أن تضيع فرص تنفيذ العقد خلال الفترة الزمنية للعقد حتى نهاية العقد»

ثانيا / على أساس الملكية

- الخيار المغطى Covered Options

في عقد خيار الشراء call فان المستثمر يدفع مبلغاً من المال مقابل الحصول على أحقية شراء أسهم ذلك العقد في أي وقت خلال مدة العقد. ولا تكون هناك مخاطرة من قبل المستثمر عدا رأس المال الذي يدفعه لشراء العقد. أي يكون فيه المحرر ملكاً للأصل موضوع العقد. أما في عقد خيار البيع يكون البائع قد باع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف. فالبائع هو شخص يملك عدداً من الأسهم وقد قام بعملية بيع لعقود الشراء بحيث يستطيع أن يبيع عقد شراء واحد مقابل كل مائة سهم يملكها. وهو بذلك يحصل على مبلغ من المال المسمى Premium مقابل منح المشتري فرصة للاستفادة من احتمال ارتفاع سعر السهم لما فوق سعر التنفيذ. وفي هذه الحالة تدعى العقود التي باعها مالك الأسهم بالعقود المغطاة لكون البائع يملك الأسهم التي بنى عليها العقد.

- الخيار الغير مغطى Naked Options

في عقد خيار البيع Put الذي يرغب فيه المستثمر بيع عقود شراء دون أن يكون لديه رصيد الأسهم موضوع العقد تسمى العملية عملية بيع عارية. وهذا النوع من العمليات البيع فيه مخاطرة مرتفعة جداً ولا يتوفر ألا عن طريق بعض الوسطاء.

و في حالة خيار البيع يدخل البائع طرفاً في عقد خيار البيع دون أن يقوم بتغطية مركزه من خلال البيع على المكشوف (١).

ثالثا / على أساس نوعية العقد

عقد خيار الشراء هو عقد يتيح للمستثمر «المشتري » شراء أصل معين بسعر محدد في تاريخ محدد نظير مكافأة مالية يدفعها المشتري لمحرر عقد الخيار(٢).

التصنيفات الأساسية لعقود الخيار

الأول: عقود الاختيارات المالية النمطية Plain Vanilla Options

تعد عقود الاختيارات المالية أبسط الأدوات المالية المستحدثة التي يتم اللجوء إليها للتحوط من المخاطر السوقية المتعلقة بتغيرات أسعار الأصول سواء كانت حقيقية أو مالية أو نقدية بصورة مفاجئة. وهي عبارة عن عقد يعطى لحائزه الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع كمية محددة من الأصول (مالية أو سلعية) Underlying Assets في تاريخ لاحق في المستقبل بسعر يتم تحديده وقت التعاقد ويطلق عليه سعر التنفيذ أو الممارسة Strike or Exercise Price. مقابل علاوة Premium يحصل عليها محرر عقد الاختيار Writer أو البائع على أن يتم تنفيذ العقد في أي وقت خلال المدة فيما بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ انتهاء العقد. أو أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد. وذلك حسب نوع العقد ما إذا كان أمريكياً أو أوروبياً .

تحويل العقد إلى نقدية Moneyless

يشير مصطلح Moneyless إلى الأرباح أو الخسائر المترتبة على الممارسة أو تنفيذ عقد الاختيار وينشأ عن ذلك ثلاثة حالات يتصف بهم عقد الاختيار:

١- أن يكون العقد in-the-money وفيه يتحقق ربح لحائز العقد(مشترى الحق) نتيجة

لتنفيذه. ويتوقف هذا الربح على المقارنة بين سعر التنفيذ المحدد في العقد Strike Price وسعر السوق Stock Price ففي حالة اختيار الشراء Call Option يكون سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ. أما في حالة اختيار البيع Put Option يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ ٠

٢- أن يكون العقد Out-the-Money وفيه يتحقق لحائزه خسارة نتيجة لتنفيذه. فإذا كان العقد اختيار شراء يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ. أما إذا كان عقد اختيار بيع يكون سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ ٠

٣- أن يكون عقد الاختيار At-the-Money وفيه يتساوى سعر التنفيذ مع سعر السوق أو يقترب منه فلا يتحقق ربح أو خسائر ٠

هذا ويمكن أن تضاف كلمة Deep لتكون الحالة deep-in-the-money أو deep-out-the-money- وذلك في حالة اتساع الفارق بين السعرين ٠ وتتميز عقود الاختيارات بالنمطية Standardized Contracts سواء في الحجم أو الآجال. فمواعيد بيعها تكون معلنة مسبقاً ومحددة ومعروفة لدى المتعاملين. كذلك أسعار التنفيذ نمطية ومعروفة الأمر الذي يسهل بيعها ٠ فالنمطية في عقود الاختيارات تكسبها سيولة كبيرة ومن ثم إقبال واسع من قبل المستثمرين للتعامل عليها

أشكال عقود الاختيار النمطية

- اختيار الشراء Call Option :

وتعطي لحائزها Owner الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأصول Underlying Assets بسعر محدد ولمدة محددة٠ مقابل عمولة تعطى لمحرر العقد Writer. والذي يأخذ وضع قصير الأجل Short Position. في حين يأخذ مشترى اختيار الشراء وضع طويل الأجل Long Position. ويتحدد في عقد اختيار الشراء خمسة أمور أساسية:

• نوع وكمية الأصول التي يمارس مالك العقد عليها حق الشراء ٠

• تاريخ انتهاء صلاحية حق الشراء .

• ما إذا كان عقد اختيار أمريكي أو أوروبي ·

• سعر كل وحدة من الأصول التي يتم عليها ممارسة حق الشراء ·

• مكافأة حق الشراء ·

هذا وتتناسب قيمة المكافأة عكسياً مع سعر تنفيذ الشراء Call's Strike بحيث أنه كلما ارتفع سعر التنفيذ انخفضت قيمة مكافأة الشراء ·

- اختيار البيع Put Option :

يعطى لحائزه الحق وليس الالتزام لبيع كمية محددة من الأصول عند سعر التنفيذ المحدد عند أو قبل حلول تاريخ انتهاء العقد المحدد· ويجب أن يحدد عقد اختيار البيع نفس الخصائص الخمس السابق ذكرها ·

لاشك في أنه كلما انخفض سعر السوق للأصل محل عقد اختيار البيع عن سعر التنفيذ كان ذلك لصالح مالك عقد اختيار البيع ·

- اختيار المؤشرات Index Option

هي عقود اختيار تتعامل في المؤشرات التي يتكون كل منها من عدد كبير من الأسهم المختارة المميزة المتداولة في البورصة. هذا ولا يترتب على تنفيذ عقد اختيار المؤشرات تسليم فعلي للأسهم وإنما تتم تسوية العقود على أساس نقدي وفقا للقيمة السوقية السائدة للمؤشر وبالتالي يحصل المستثمر على الفرق بين القيمة السوقية للمؤشر وسعر الممارسة المتفق عليه في العقد· هذا ويجب على المستثمر الذي يرغب في التعامل مع عقد اختيار مؤشرات الأسهم أن يحدد المؤشر محل التعامل ·

ومن أشهر البورصات الأمريكية التي تتعامل في اختيار المؤشرات بورصة شيكاغو Chicago Board Options Exchange وبورصة أمريكا American Stock Exchange وبورصة فلاديلفيا Philadelphia Stock Exchange وبورصة الباسيفيك Pacific Stock Exchange, وبورصة نيويورك New York Stock Exchange ومن أهم المؤشرات المتداولة في أسواق الاختيار الأمريكية مؤشر السوق الرئيسي Major Market Index, ومؤشر ستاندارد آند

بورز ٥٠٠ S&P ٥٠٠ ومؤشر ستاندارد آند بورز ١٠٠ S&P ١٠٠ ومؤشر ناسداك ١٠٠ NASDAQ ١٠٠ ومؤشر مكونات البورصة NYSE Composite Index . وكمثل عقود الاختيار النمطية تنقسم عقود اختيارات المؤشرات إلى عقود اختيارات حق شراء مؤشرات الأسهم وعقود اختيارات حق بيع مؤشرات الأسهم .

- اختيارات العملات الأجنبية Foreign Currency Option

هي عقود تعطي لحائزها الحق في إتمام عملية شراء أو بيع مبلغ معين من عملة أجنبية مقابل عملة أخرى في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر صرف معين يتم الاتفاق عليه في وقت تحرير العقد. وذلك نظير قيام مشتري الحق بدفع علاوة لمحرر العقد الذي يلتزم بالتنفيذ . وتعد بورصة فلاديلفيا للعملات من أشهر البورصات الأمريكية تعاملاً مع عقود اختيار العملات . ويتحدد في كل عقد اختيار مبلغ محدد من العملات الأجنبية التي يتم تبادلها مع عملة أخرى . هذا وفي البورصات الأمريكية يتم التعبير عن أسعار كافة العملات الأجنبية بالدولار الأمريكي. وكذلك سعر التنفيذ أو الممارسة يكون بالدولار الأمريكي .

الثاني: عقود الخيارات المستحدثة

Exotic Options

مع تعقد احتياجات المستثمرين أضحت عقود الاختيارات النمطية غير كافية لتلبية هذه الاحتياجات فظهرت الحاجة إلى استحداث أدوات وعقود اختيارات جديدة ذات منافع أوسع وقادرة على مسايرة تطور حاجات العملاء. فظهر ما يعرف باسم Exotic Options وهي عقود اختيارات مستحدثة أكثر تعقيداً من حيث احتساب العمولات التي يدفعها المستثمرون. إذ تعتمد قيمة العقد على العديد من النماذج المعقدة. وذلك بخلاف العقود النمطية Plain Vanilla Options التي تتميز ببساطة احتساب قيمتها.

وتضم عقود الاختيارات المستحدثة تشكيلة واسعة بما يتناسب واحتياجات العملاء أهمها: عقود الاختيارات الآجلة Forward-Start Options. عقود الاختيارات المركبة Compound Options. عقود الاختيارات التفاضلية Chooser Options. عقود الاختيارات الحدودية Barrier Options. عقود الاختيارات الثنائية Binary Options. عقود الاختيارات بأثر رجعي Look back Options. عقود اختيار متوسط الأسعار Average Price Options. عقود الاختيارات التبادلية Exchange Options . وفيما يلي عرضاً موجزاً لكل منها:

- عقود الاختيارات الآجلة Forward-Start Options

تتميز عقود الاختيارات الآجلة بدفع سعرها لحظة إبرام العقد، على أن يؤجل بدء سريان التعاقد إلى تاريخ محدد في المستقبل وليس وقت التعاقد، بحيث يكون هذا السعر هو نفسه سعر التنفيذ لحظة سريان التعاقد في المستقبل، وهو ما يعني غالباً أن يكون العقد at-the-money أي تساوى سعر التنفيذ مع السعر السوقي المتوقع لحظة سريان العقد ·

هذا ويحتوى العقد على ثلاثة تواريخ أساسية: تاريخ التقييم وقت التعاقد The Valuation Date، وتاريخ المنح Grant Date وهو تاريخ بداية عقد الاختيار في المستقبل، وتاريخ انتهاء صلاحية العقد Expiration Date ·

- عقود الاختيار المركبة Compound Options

يقصد به إبرام عقدي اختيار على أصل واحد، يتم تنفيذها على التوالي، فبعد أن يتم تنفيذ العقد الأول يبدأ سريان العقد الثاني · وتضم عقود الاختيارات الأوروبية المركبة أربعة أنواع هي:

- عقد اختيار شراء على عقد اختيار شراء a call on a call
- عقد اختيار شراء على عقد اختيار بيع a call on a put ·
- عقد اختيار بيع على عقد اختيار بيع a put on a put
- عقد اختيار بيع على عقد اختيار شراء a put on a call ·

ويحق لمالك عقد الاختيار المركب أن يقرر خلال الفترة من إبرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ أن يتراجع عن تنفيذ العقد · ولما كان ذلك عقد اختيار مركب أوروبي فلا يحق لمالك العقد تنفيذه إلا في تاريخ انتهاء العقد ·

- عقود الاختيارات التفاضلية Chooser Options

يمنح عقد الاختيار التفاضلي لحائزه الحق في تقرير نوع العقد: اختيار شراء أو اختيار بيع · ويتمتع صاحب العقد بحق المفاضلة حتى تاريخ محدد يطلق عليه تاريخ التفضيل

Choice Date بعده يتحول العقد إلى عقد اختيار شراء أو بيع نمطي تبعا لرغبة مالك عقد الاختيار ·

تسمى عقود الاختيارات التفاضلية بعقد اختيار وفقا لرغبتك as-you-like-it-option ويقدم السماسرة العديد من أنواع العقود التفاضلية في الأسواق غير المنظمة Over-the-Counter-Market وتفيد هذه العقود في تقديم التغطية ضد المخاطر المستقبلية المحتملة الوقوع · هذا وتضم عقود الاختيارات التفاضلية ثلاثة تواريخ : تاريخ التقييم The Valuation Date، وتاريخ المفاضلة Choice Date والتي يجب على مالك العقد التقرير خلالها ما إذا كان يرغب في تحويل العقد إلى اختيار بيع أو اختيار شراء، وتاريخ انتهاء الصلاحية Expiration Date

– عقود الاختيارات الحدودية Barrier Options

يطلق هذا المصطلح على أي عقد اختيار يبدأ سريانه أو ينتهي أجله إذا تجاوز سعر الأصل المالي موضوع العقد مستوى معين خلال فترة سريان عقد الاختيار وحتى يتم تحقق عقد اختيار حدودي لابد من وقوع أمرين، أولهما: أن يتجاوز سعر الأصل القيمة المحددة قبل تاريخ انتهاء سريان العقد، ثانيهما: أن يكون سعر التنفيذ لعقد الاختيار أقل من سعر السوق أي أن يكون in-the-money ويمكن التمييز بين نوعين من عقود الاختيارات الحدودية: عقود اختيارات حدودية للداخل « in « Barrier Option وفيه لا يحمل العقد أية قيمة حتى يصل سعر الأصل المحدد في العقد لقيمة سعرية معينة، فإذا ما وصل سعر الأصل إلى هذه القيمة يتحول العقد إلى عقد اختيار نمطي Plain Vanilla والنوع الثاني: عقود اختيارات حدودية للخارج « out « Barrier Option وهي شبيهة بعقود الاختيارات النمطية، غير أنه إذا ما تعدى سعر الأصل المحدد في العقد السعر المتفق عليه، تنتهي صلاحية الاختيار فوراً وبدون قيمة وتعرف عقود الاختيارات الحدودية أيضا بـ Knock-in أو Knock-out، حيث يمكن لقيمة العقد أن تكون أقل أو أعلى من القيمة الجارية في السوق للأصل المحدد في العقد ·

– عقود الاختيارات الثنائية Binary Options

تتميز عقود الاختيارات الثنائية بتحديد شروط معينة لابد من توافرها حتى يتم دفع قيمة العقد كليا أو جزئياً تبعاً لنسبة تحقق الشروط · وتوجد عدة أنواع منها:
١ - دفع القيمة نقدا - أو عدم دفعها Cash-or-Nothing Call وفيه إما أن يتم دفع قيمة نقدية ثابتة إذا كان السعر السوقي للأصل المحدد أعلى من

سـعر التنفيـذ المحـدد فـي العقـد، أو لا يتـم دفـع شـيء إذا كان السـعر أقـل .

٢ ـ دفـع القيمـة عينياً ـ أو عدم دفعهـا Assets-or-Nothing Option: ولا يختلف عن عقد اختيـار دفـع القيمة نقدا ـ أو عدم دفعها، غير انه يسـتبدل النقود بالأصل المحدد في العقد Underlying Assets فـإذا كانـت القيمة النهائية للأصل تزيد عن سـعر التنفيذ يتسـلم مالك عقد الشـراء الأصول المحددة في العقد أما إذا كان سـعر السوق أقل من سعر التنفيذ تنتهي صلاحية العقد بدون أي قيمة .

أمـا في حالة عقد اختيار البيع على أسـاس دفع القيمـة عينياً ـ أو عدم دفعها إذا كان سـعر الأصل السوقي أقل من سعر التنفيذ ـ يحق لمالك العقد استلام الأصول، أما إذا كان السعر السوقي أعلى من سعر التنفيذ تنتهي صلاحية عقد اختيار البيع .

– عقود الاختيارات بأثر رجعى Look back Options

تعتمد عقود الاختيارات النمطية على سـعر الأصل المحدد السوقي لحظة تنفيذ العقد وليس في أي وقت خلال فترة سـريان العقد (وذلك بالنسـبة للعقود الأوروبية) بحيث أنه لا يسمح بتنفيذ العقد قبل ذلك التاريخ . أما في حالة عقود الاختيارات بأثر رجعى فإن سعر التنفيذ، وقيمة عقد الاختيار يعتمدان على سـعر الأصل المحدد في العقد في أي لحظة منذ إبرام التعاقد وحتى تاريخ التنفيذ وليس فقط في تاريخ التنفيذ .

وبالنسـبة لعقد اختيار بيع بأثر رجعى Look back put option، يعد سـعر التنفيذ هو أعلى سعر سبق أن وصل إليه الأصل في السوق في أي لحظة خلال عمر العقد .

أما بالنسبة لعقد اختيار الشراء بأثر رجعى Look back call option فإن سعر التنفيذ هو أدنى سـعر سـبق أن بلغه الأصل في السـوق خـلال عمر العقد . لذلـك يقال أن عقود الاختيارات بأثر رجعى تتيح لصاحبها " أن يشـترى عند أدنى مسـتوى للأسـعار ويبيع عند أعلى مستوى " .

– عقود الاختيارات الآسيوية (المتوسط السعري)

(Asian Options (Average Price)

تعتمد عقود الاختيارات الآسـيوية على متوسـط الأسـعار للأصل المحـدد في العقد أو متوسط أسعار التنفيذ . وقد أطلق عليها الاختيارات الأسيوية نظرا لأنها ظهرت وتداولت

لأول مرة في طوكيو باليابان . ويعد عقد اختيار المتوسط السعري أهم أنواع عقود الاختيارات الآسيوية وتعتمد قيمته على متوسط أسعار الأصل منذ إبرام التعاقد وحتى تاريخ التنفيذ وليس سعره عند تاريخ التنفيذ .

-عقود الاختيارات التبادلية Exchange Options

وفيها يتم تبادل أصل معين بأصل آخر في تاريخ تنفيذ العقد . وقد تم العمل بهذه العقود لأول مرة عام ١٩٧٨ .

» المبحث الثاني

أهم أنواع عقود الخيار

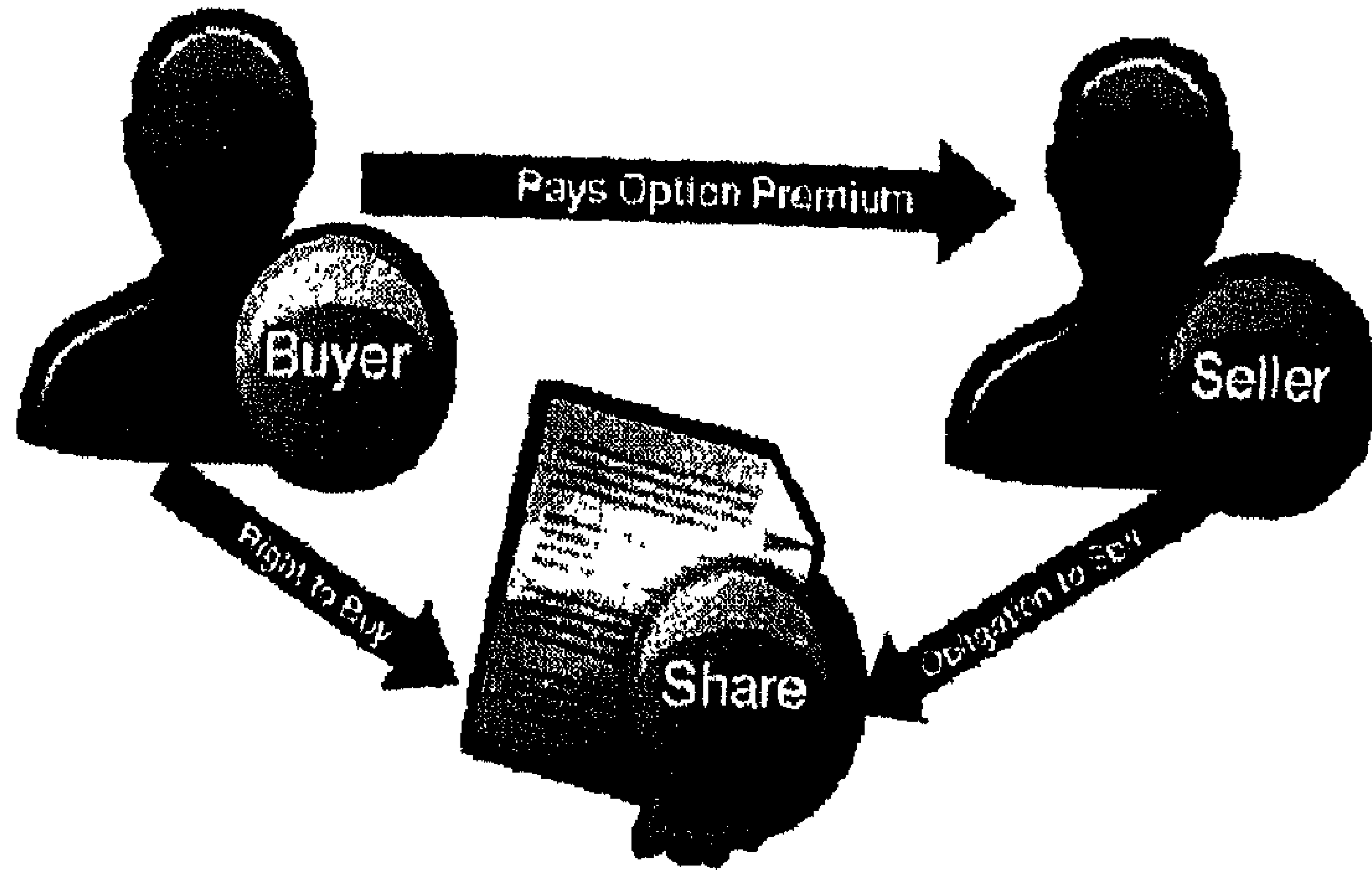
ا - خيار الطلب أو الشراء (Call option)

عقد الشراء Call هو عبارة عن عقد أو اتفاق بين البائع والمشتري من خلالها يستطيع مشتري العقد أو حامله (Buyer or Holder) الحق (وليس الإجبار) the right but the obligation في شراء سهم معين أو أية أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة محددة (Validity) غالباً ما تكون تسعين يوماً. ويسمى السعر المتفق عليه بين الطرفين بالسعر الضارب (strike price) وهو غير ملزم بالتنفيذ , إذا أراد البائع (محرر الخيار) بيعه تلك الأسهم خلال مدة سريان العقد[14]. ويدفع مقابل هذا الحق ثمنا غير مسترد بأي حال .

ويفهم من هذا التعريف أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة مادام قد قبض ثمن الخيار وهو ما يعرف بالعمولة أو premium فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة, والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتم المشتري الشراء.

أي أن الهدف منه المضاربة على أن سعر سهم شركة ما سوف يرتفع. إلا أن المشتري للخيار قد تكون إمكانياته المالية لا تسمح له بشراء السهم أو يكون قد قرر يحدد مبلغ خسارته بهذا الخيار بدلا من استثمار مبلغ كبير لشراء السهم. والهدف يكون بالتالي من عملية الشراء هذه هو وجود احتمال ارتفاع في السعر وبالتالي تحقيق الأرباح. إلا أن احتمال الخسارة وارد أيضا.

١٤ - نحو سوق مالية إسلامية , محمد علي القري, ص٢٠ .



مـن الـواضـح بأن أقـصـى مـا يخسـره مشـتري الحق هـو قيمة العـلاوة (Premium) وهذا يعني أن خسـائر ومخاطر مشتري الحق هي محدودة ولا تتجاوز قيمة العلاوة في أي حال من الأحوال. وبسـبب حصر مخاطر شراء الحقوق في العلاوة فانه ينصح عادة أن يبدأ المتعاملون الجدد بالتعامل بأدوات الخيار في عمليات الشراء وليس عمليات البيع.

تحليل التعريف: بنظرة فاحصة لمفهوم خيار الطلب (الشراء) تتبين الملاحظات التالية:

١. لا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار لتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريدها خلال الفترة المحددة.

٢. يتضمـن العقد التزام البائع لحق الخيار بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالثمن المحدد في العقد.

٣. ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار لا يحتسب كعربون من قيمة السهم المتفق عليه عند العقد، كونه لا يسترد بأي حال.

ويلاحظ أن خيار الشراء له وجهان هما:

- عقود شراء حق خيار الشراء

قد يفكر المستثمر الذي يتوقع ارتفاع سعر سهم معين مستقبلا، في أن يشتري حق اختيار يعطيه الحق في طلب تنفيذ عملية الشراء أو عدم تنفيذها بسعر متفق عليه مسبقا وهذا يعني أنه ليس هناك أي التزام على مشتري هذا الحق بتنفيذ الاتفاق ويعطي المشتري هذا الحق مقابل دفع مبلغ معين إلى محرر الخيار وهي علاوة حق الخيار[65]. وإذا كنت مضارب لا مستثمر فان التعامل بالخيار سوف يكون مربح أكثر والمجازفة فيه تكون بمبالغ قليلة والخسارة محددة.

- عقود بيع حق خيار الشراء

أن عملية بيع حق خيار الشراء هي الوجه الآخر لعملية شراء حق خيار الشراء فبائع حق خيار الشراء لا يجوز له أن يطلب تنفيذ أو عدم تنفيذ الشراء للسهم وما عليه إلا الرضوخ لرغبة مشتري حق الخيار في التنفيذ أو عدمه ولكن ما يستحقه هنا هو فقط استلام علاوة الخيار والتي يقبضها سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم.

استعمالات اختيار الشراء :

على أساس من الآلية السابقة في اختيار الشراء فإنها تستخدم لتحقيق الأغراض التالية :

أ - اغراض المضاربة SPECULATION .

حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته متمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ ، ومن ثم فهو - أي المضارب- يستفيد من تحركات الأسعار في السوق وتقلباتها بالزيادة نتيجة خبرته وتوقعاته . ومن ناحية أخري فإن شراء حق الشراء يعتبر أداة مضاربة إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر أعلى مستقبلاً .

ب - أغراض التحوط HEDGING .

حيث يكون المتعامل DEALER في هذه الحالة أما أن مركزه مكشوفا من العملة مثلاً المنوي شراءها أو ملتزم بدفعات مستقبلية من هذه العملات وهو خائف من ارتفاع الأسعار . وشراء حق الشراء هو وسيلة تحوط تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع السعار ومن ثم

٦٥ - دراسات في الأسواق المالية والنقدية. جمل. مرجع سابق ص ١٨٣، وأنظر أيضا الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. خريوش. مرجع سابق ص. ١٢٣.

لضمان الشــراء بسـعـر معين أي سعـر التنفيـذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربمـا ترتفـع كثيراً . هذا مع احتفاظ المشــتري لحق الخيــار بحقه في الاســتفادة من (فرصة) انخفاض الأسعار في حاله حدوثها حيث أن المشتري لن يمارس حقه في الشراء بموجب عقد الخيار وسوف يشتري من السوق مباشرة ما يحتاجه بالسعر الأقل.

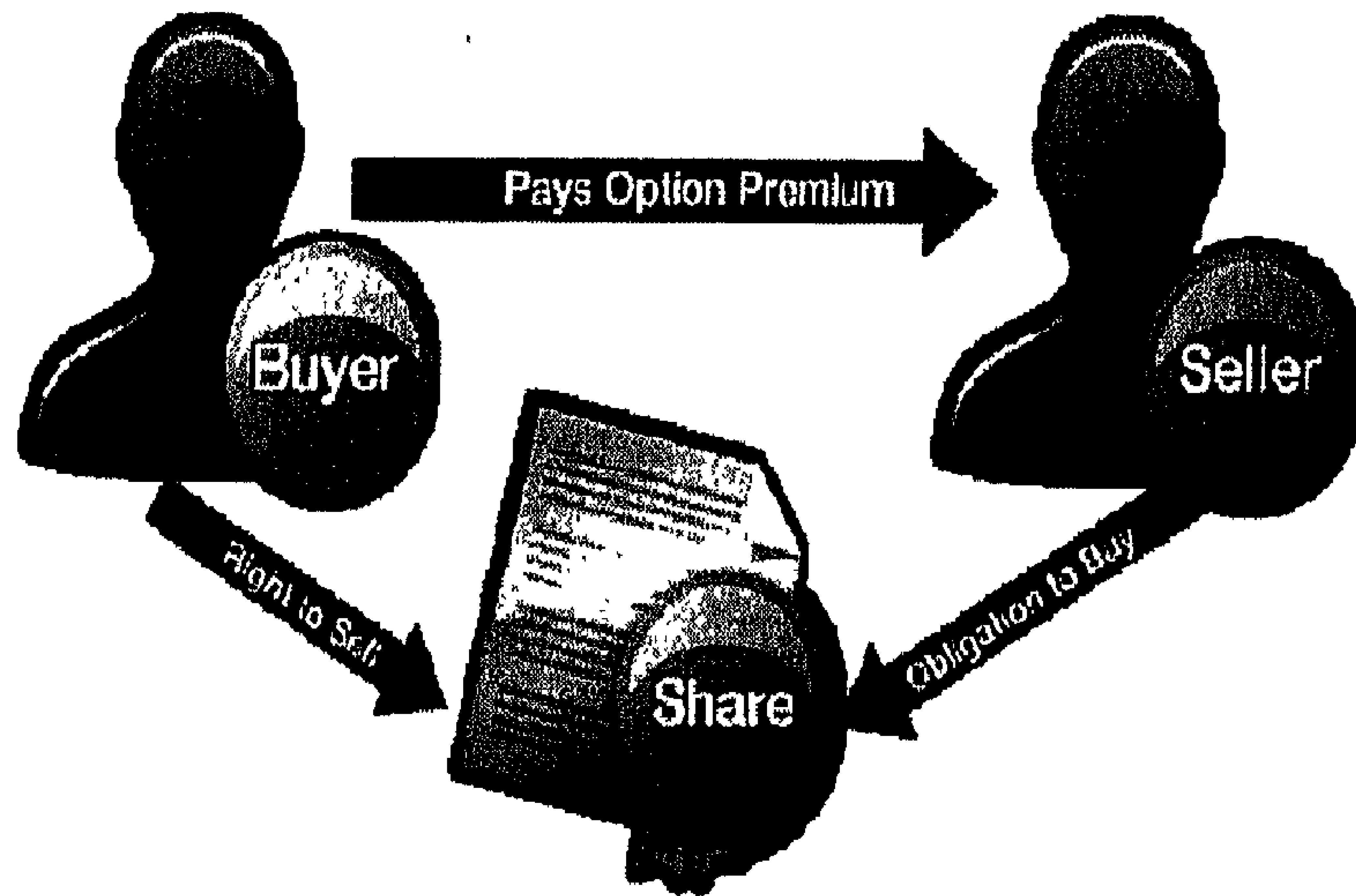
ج – أغراض استثمارية :

حيث يعتبر شــراء حق اختيار شــراء أداة اســتثمارية بديله عن حيازة الأصل لحين انتظار توقع ارتفاع الأســعار في وقت اســتحقاق عقد الخيار ، وإمكانية الشــراء بالسعر الأقل وهو سعر التنفيذ المتفق عليه مقدماً في عقد الاختيار .

٢ - خيار العرض أو الدفع (put option)

وله مســميات منها: خيــار الدفع، وخيار العرض، وكلها بمعنــى واحد. في هذا النوع بالنســبة لعقد البيع Put فهو مختلف عن عقد الشــراء لأنه عبارة عن اتفاقية أخرى بين البائع والمشــتري . الطرف الأول هو مشــتري الخيار- وهو مالــك الأوراق المالية- الذي يعطيه الخيار الحق في بيع عدد من الأســهم أو الأوراق المالية الأخرى إلى طرف ثالث خلال فترة زمنية معينة بســعر يتم الاتفاق عليــه مقدما. وليس عليه إجبار بالبيع فهــو بالخيار أما الطرف الثانــي فهو محرر الخيــار (البائع) الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق، أي يلتزم ببيع الأســهم عندما يطلب مشتري الخيار ذلك خلال مدة سريان الخيار مقابل العلاوة التي يحصل عليها.

وبالتالي إذا كان لديك أسهم ولا ترغب بيعها بل الاحتفاظ بها ولكنك تخشى من تدهور الســوق ككل اشتر هذا الخيار كتامين من قبل المستثمرين الحريصين على استثماراتهم في الأســهم الدولية وبالأخص المتداولة في الســوق الأمريكية. فلو أن مســتثمرا يمتلك ١٠٠٠ ســهم في شــركة ما ويخشى من تقلب الســوق يقوم بشــراء ٢٠ عقد أو ١٠ عقود هبوط على الشــركة بحد ســعر مضاربة Strike يقارب ٨٠٪ من قيمة الســهم وللمدة التي يراها مناســبة. هذا الخيار أحيانا وعلى الشركات ذات الذبذبة المنخفضة يحسب على أساس ٢٪ من قيمة السهم كل شهر.



تحليل التعريف: بالنظر إلى مفردات التعريف تتبين الملاحظات التالية:

١. أن مشتري هذا الحق (حق البيع) هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار.

٢. أن هذا العقد يلزم بائع حق الخيار (الذي قبض ثمن الخيار) بالشراء، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية (دافع ثمن خيار بيع أوراقه) بيعها.

٣. أن الدافع لشراء هذا الحق من قبل حامل الأوراق المالية هو: الخشية من هبوط أسعارها.

ويلاحظ أن خيار البيع إما أن يكون:

- شراء حق خيار البيع

من أحد أهم وسائل حماية المستثمر هي عملية شراء حق خيار البيع، فإذا توقع المستثمر انخفاض سعر السهم فانه يقوم بتوقيع عقد خيار البيع والذي يعطيه الحق في أن يقوم بإتمام عملية البيع بالسعر المتفق وأن لا يتراجع عن تنفيذ ما جاء في العقد ويقوم بإلغاء الصفقة ومقابل حق الخيار فان مشتري حق الخيار يدفع تعويضا مناسبا إلى الطرف

الآخر أطلقنا عليه سابقا علاوة حق الخيار حيث يدفع هذه العلاوة سواء طلب تنفيذ العقد أو لم يطلبه.

- بيع حق خيار البيع

قد تكون توقعات بائع أو محرر حق خيار متفائلة أكثر من توقعات الطرف الآخر في العقد وبالتالي فقد يقرر بيع حق خيار البيع إليه لأنه يدرك وفقا لحساباته بأن سعر السهم سوف يرتفع ولن ينخفض حسب توقعات الطرف الأخر وهو يعلم بأنه في حالة ارتفاع سعر السهم فإن الطرف الآخر لن يطلب تنفيذ العقد وبالتالي فإنه سيحقق ربحا مقداره المبلغ المتفق عليه كعلاوة حق الخيار.

أنواع أخرى من العقود

هناك مجموعة من عقود الخيارات ظهرت خلال السنوات الأخيرة ومن أهم هذه العقود ما يلي :

١ – عقود خيارات الانتشار (SPREAD OPTIONS)

وهي تضم خيارات الشراء وخيارات البيع غير أن السعر في خيارات الشراء يحدد بسعر الأصل زائد علاوة بمبلغ من النقود وأن السعر في خيارات البيع يحدد بسعر الأصل ناقصا العلاوة المذكورة.

٢ – عقود خيارات الانحياز للسوق (أو الوقوف على طرف واحد) (STRADDLE OPTIONS)

وهي تشبه عقود الانتشار غير أن سعر التعاقد سواء كان في عقود الشراء أو في عقود البيع يحدد عند سعر السوق للأصل المعتمد للخيار وقت التعاقد. وبالتالي فإن هذا التداول يقوم على شراء آني لخيارات الشراء وخيارات البيع حيث لهما نفس السعر وكذلك على نفس الأصل ولنفس الفترة. وبهذه الحالة يستفيد المستثمر من صعود السهم بشكل كبير بسبب بلوغ عقد Call حالة الربح بشكل يكفي لتغطية ما تم دفعه لشراء عقد Put، وفي حالة هبوط السهم بشكل كبير جدا يستفيد المستثمر من بلوغ عقد Put

٣ – عقود خيارات الشد (STRAP OPTIONS)

وهــي نفس عقود (الوقوف على طرف واحد - STRADDLE) ولكن بالنسـبة لخيارات الشراء حيث يضاف خيار ثان للشراء.

٤ – عقود خيارات السحب (STRIP OPTIONS)

وهي تقابل خيارات الشد إلا أنها تتعلق بخيارات البيع حيث يضاف خيار ثان للبيع.

عقود طويلة الأجل Leaps

هنـاك أنواع معينة من العقـود يطلق عليها عقود طويلة الأجـل والتي تعرف بـ Long Term Equity Anticipation Products ويكون تاريخ الانتهاء فيها عادة بعد مدة لا تقل عن ٩ أشهر وإذا نقصت المدة عن ٩ أشهر يتحول العقد إلى عقد عادي ويتغير رمزه.

» المبحث الثالث

أركان عقود الخيارات

أن أركان عقود الخيارات المتداولة في البورصة كما يلي٦١ :

١) مشتري الحق (Buyer)

هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء حق خيار الشراء أو البيع، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.

٢) محرر الحق (Writer)

هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (أو مشتري الحق) نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

٣) الموجودات الأصيلة (Underlying Assets)

لا بد لعقود الخيارات أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة (Identifiable Assets)، والمثال على ذلك : سهم معين، مؤشر عقود المستقبليات المعينة، عملة أجنبية، أو سلعة مثل الذهب. وتسمى هذه الموجودات بالموجودات الأصيلة.

٤) سعر التنفيذ (Exercise or Strike Price)

هو السعر الذي على أساسه ينفذ الخيار، وهو السعر الذي تتم فيه عملية البيع أو الشراء عند انتهاء مدة العقد أو متى ما رغب المشتري بتنفيذ عقد الخيار، وعادة ما يكون سعر التنفيذ هو السعر السوقي للموجودات الأصيلة (Underlying Assets) مثل السهم في تاريخ التعاقد. لذلك، هو السعر الذي يمكن أن نشتري به الموجودات الأصيلة في حالة خيار الشراء أو نبيع به الموجودات الأصيلة في حالة خيار البيع إذا نختار لتنفيذ الحق.

5-4 - 1-Securities Commission of Malaysia, Malaysian Futures and Options, Options, Module 3, Examination Study Guide, opcit, p. 1 - 11

قبـل اتخـاذ القرار سـواء أن ينفذ حـق الخيار أم لا. من الواضح أن مشـتري حق الخيار سـينفذه فقط إذا كان تنفيذه سـيحقق الربح. ويطلق على حق الخيار في هذه الحالة حق خيار المربح (In- the- money). في حالة مشـتري حق خيار الشراء. سيكون هناك حق خيار المربح إذا كان السعر السوقي أكثر من سعر التنفيذ بينما في حالة مشتري حق خيار البيع. سيكون هناك حق خيار المربح إذا السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

وإذا كان تنفيذ حق الخيار يؤدي إلى الخسـارة. يطلق على حق الخيار في هذه الحالة حق خيار غير مربح (Out- of- the- money). سيكون حق خيار الشراء في حالة غير مربح إذا كان السـعر السوقي أقل من سعر التنفيذ بينما سيكون حق خيار البيع في حالة غير مربح إذا كان السعر السوقي أكثر من سعر التنفيذ.

وعندما يتساوي السعر السوقي بسعر التنفيذ. يطلق على حق الخيار في هذه الحالة حق خيار المتعادل (At-the-money).

٥) تاريخ الانتهاء وأسلوب التنفيذ (Expiry Date and Exercise Style)

عقـود الخيار هي عقود وقتية تنتهـي صلاحيتها بتاريخ معين هو نهاية وقت التداول في ثالث يوم جمعة من الشـهر المحدد للعقد. فالشهر في سوق العقود يختلف عن الشهر العادي. فتاريخ الانتهاء يكون بنهاية الجمعة الثالثة من كل شـهر وهي تكون بين تواريخ ١٦ و ٢٢ من كل شهر حسب تاريخ الجمعة الثالثة من كل شه. ويسمى أحيانا بمدة الاستحقاق أو تاريخ التنفيذ أو تاريخ الإعلان (Declaration Date). وهو آخر يوم لتنفيذ حق الخيار.

وليس بالضرورة أن تكون هناك عقود متوفرة للتداول في كل شـهر للشـركة الواحدة. حسب ما تقرره شركة تسوية عقود الخيار Options Clearing Corporation . الجهة القائمة على تنظيم تداول عقود الخيار في أمريكا

هناك أسلوبان أساسيين في تنفيذ حق الخيار :

٦) المكافأة (Premium)

هـو مبلغ متفق عليه يقوم مشـتري حق الخيـار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الحق. وتحدد مكافأة حق الخيار في السوق بواسطة المزايدة والعرض التنافسي (Competitive bid and offer).

٧) رمز عقد الخيار Option Symbol

لإدخال طلب بيع أو شراء عقود الخيار[١٧] لابد من معرفة الرمز الذي يعرف به العقد في سوق عقود الخيار أو الرجوع إلى سلسلة العقود Options Chain . ويتكون الرمز من ثلاثة أجزاء كالتالي :

- **الجذر** : يأتي إما حرفاً أو حرفين أو ثلاثة أحرف حسب رمز السهم، فاذا كان رمز السهم يتكون من حرف أو حرفين أو ثلاثة (كما هو الحال في رموز جميع الأسهم المسجلة في سوق نيويورك والسوق الأمريكي) فان رمز الجذر يكون هو رمز السهم نفسه، أما بالنسبة للأسهم التي تتكون رموزها من أكثر من ثلاثة أحرف فلابد من البحث عن رمز الجذر بواسطة دليل عقود الخيار[١٨].

- **الشهر** : شهر انتهاء العقد حيث لكل شهر حرف من حروف الأبجدية .

- **سعر التنفيذ** : هو السعر الذي يبنى عليه العقد [١٩].

---

١٧ - كتاب المال والاستثمار في الأسواق العربية - الدكتور فهد الحويماني.
١٨ - يمكن الاستعانة بموقع شيكاجو لعقود الخيار symbols/tradtool/com.cboe.WWW
١٩ - لمعرفة جميع الأسعار المكتملة يمكن الاستعانة بالموقع symbols/tools/com.cboe.www.

» المبحث الرابع

أساليب تحديد مكافأة الخيار والعوامل المؤثرة عليه

العـلاوة (قيمة المكافأة التي يحصل عليها المحـرر) وهي الجانب الوحيد في عقد الخيار الذي يمكن مفاوضته في التداول . كل الشروط والبنود الأخرى تبقى ثابتة ومحددة من قبل . بالنسبة لمشتري الخيار ، ويبقي أقصى خطر هو العلاوة المدفوعة فقط . أما بالنسبة للبائع فعكس ذلك ، يعني أقصى مكسب هو العلاوة المستلمة . بطريقة بسيطة ، تسمى العلاوة أيضاً بسعر الخيار ، ويرتفع وينخفض على أساس قوى العرض والطلب .

القيمة الذاتية (Intrinsic Value)

أن القيمة الذاتية هي الفرق بين القيمة السـوقية للأدوات الأصيلة (السهم) وسعر تنفيذ الخيار على ذلك السـهم. وإن حـق الخيار المربـح (In-the-money option) له القيمة الذاتية فقط. على سبيل المثال:

سيكون خيار الشراء في القيمة الذاتية إذا كان السعر السوقي أعلى من سعر التنفيذ وسيكون خيار البيع في القيمة الذاتية إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

القيمة الزمنية (Time Value)

أن القيمة الزمنية هي عبارة عن القيمة المتبقية لمكافأة الخيار التي تقع فوق أي قيمة ذاتيـة. وهي القيمة التـي تعبر عن مدى إمكانية ربح العقد مع مرور الوقت ، ومن الطبيعي أنه كلما كان هناك وقت طويل قبل انتهاء العقد كان من الممكن أن يحقق العقد ربحا أكثر من عقد ينتهي خلال فترة زمنية قصيرة. إلا أن القيمة الزمنية ليست ثابتة بل أنها تتناقص مـع مضي الوقت وقرب انتهاء العقد إلى أن تصل إلى صفر في آخر يوم للعقد. كذلك فهي غير متساوية من شركة لأخرى.

إذا كان الخيار في حالة حق الخيار المتعادل (يكون السعر السوقي عند، أو قريب من سعر التنفيذ) أو في حالة حق خيار غير مربح (يكون السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ في خيار الشراء ، أو أعلى من سعر التنفيذ في خيار البيع)، ليس لحق الخيار القيمة الذاتية والمكافأة الكاملة (ثمن الخيار) لتمثيل القيمة الزمنية. أن حق الخيار المربح له القيمة الزمنية بالإضافة إلى القيمة الذاتية. تنخفض القيمة الزمنية في وقت من الأوقات إذا اقترب الخيار من الانتهاء، وهي في نقطة الصفر، كما يبين في الشكل التالي:

القيمة الزمنية (Months)

القيمة الزمنية (Time Value)

(تاريخ الانتهاء) - شهور (Time to Expiry)

العوامل المؤثرة على ثمن (مكافأة) الخيار

أن العوامل التي يؤثر على ثمن (مكافأة) الخيار كما يلي :

السعر السوقي للسهم :

أن السعر السوقي عامل مهم يؤثر على ثمن الخيار. إذا كان السعر السوقي للسهم يقع فوق أو تحت سعر التنفيذ، ستكون للعوامل الأخرى تأثيرا قليلا على قيمة الخيار. فالتغير في سعر العقد الآجل يمكنه رفع أو خفض قيمة الخيار . كما أن تأثيره على خيارات الشراء عكسي بالنسبة لتأثيره على خيارات البيع . على سبيل المثال . كما ارتفعت قيمة العقد الآجل ترتفع قيمة خيار الشراء وتنخفض قيمة خيار البيع . وعكس ذلك إذا انخفض سعر العقد الآجل تنخفض قيمة خيار الشراء وترتفع قيمة خيار البيع .

سعر التنفيذ :

أن حق الخيار الذي يقع قريبا من حالة عدم الربح له الفرصة الأفضل ليصبح مربحا في النهاية، مقارنة بالخيار الذي يكون سعر تنفيذه بعيد عن السعر السوقي (تسمى هذه الحالة بحق الخيار غير المربح العميق - Deep out-of-the-money option). لذلك، أن المكافأة لحق الخيار غير المربح العميق ستكون أقل من حق الخيار الذي يقع قريب من حق الخيار المربح.

وقت الانتهاء :

مـع بقاء الأشـياء أو العوامل الأخـرى على حالها. إذا كان وقت الانتهاء أطول، ستكون القيمة الزمنية للخيار أعلى. إذا كان الوقت المتبقي قبل الانتهاء أكثر ستكون هناك الفرصة العظيمة ليصبح الخيار مربحا خلال الحركة المناسبة في سوق المستقبليات. وعندما يكون حق الخيار على وشك الانتهاء، لا تبقي القيمة الزمنية. حيث يؤثر الزمن المتبقي للانتهاء على القيمة الزمنية المكونة لعلاوة الخيار . يشار إليها أحياناً بالقيمة الجوهرية , عامة كلما اقترب تاريخ انقضاء الخيار تنخفض مستوى قيمته الزمنية سواء كان خيار بيع أو شراء . على سبيل المثال في ١ أغسطس . خيار شراء ذهب بورصة دبي للذهب والسلع ينقضي في سبتمبر بسعر إضراب ٦٨٠ دولار معروض على علاوة قدرها ٦ دولار . سعر عقد الذهب الآجل في ذلك الوقت ٦٧٥ دولار. نفرض أن كل العوامل الأخرى بقيت ثابتة كسعر العقد الآجل ومدى التقلب . في ١٠ سبتمبر ستكون علاوة نفس الخيار ٢ دولار أقل من الأول كثير . رغم ثبات سعر العقد الآجل في نفس المستوى (٦٧٥ دولار) تقلصت العلاوة مع مرور الزمن . هذا التأثير يكون واضحاً في حالة خيارات عند النقود . لهذا السبب تسمى الخيارات أيضاً «إهلاك الأصول» عند انتهاء الخيار تصبح القيمة الزمنية معدومة والعلاوة المتبقية تخص القيمة الجوهرية للخيار فقط إن وجدت . عندما لا توجد قيمة جوهرية للخيار يوم انقضائه . ويعتبر الخيار منقضي «بدون قيمة «لذلك طول الزمن المتبقي إلى الانقضاء هو محدد مهم للقيمة الزمنية وبالتالي للعلاوة .

هناك خاصية مهمة أخرى للقيمة الزمنية وهي الإهلاك ليس خطي . تهلك القيمة الزمنية بمعدل أسرع كلما اقترب وقت الانقضاء . المنحنى أفله يبين ذلك . هناك عامل آخر على القيمة الزمنية للخيار وهو مدى تقلب سعر العقد الآجل كلما ارتفع مدى تقلب السعر ارتفعت القيمة الزمنية المكونة لعلاوة ذلك الخيار .

تقلب السوق :

يعتبر تقلب سعر السهم محل الخيار متغيرا مهما يحدد ثمن الخيار. والتقلب في المفهوم البسيط هو مقياس لدرجة التغير في السعر السوقي للأدوات الأصيلة (السهم) خلال فترة زمنيةً معينة. فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق أرباح على حساب المحرر. وهذا يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على الخيار لمثل هذه الأسهم لتعويضه عن المخاطر (الخسارة) الناجمة عن وجود فرصة سانحة لتنفيذ الخيار.

أسعار الفائدة الحالية :

يوجد عامل آخر أيضاً يؤثر على علاوة الخيار هو معدل الفائدة عندما ترتفع أسعار الفائدة. يتعين أن تكون التكلفة في تملك الأصل عالية. وهذه الحالة تؤدي إلى زيادة الطلب على خيار الشراء وزيادة ثمنه (أي مقدار المكافأة) بالتبعية. إذا ارتفعت أسعار الفائدة تزداد رغبة المستثمرين في الاستفادة من الرفع الذي يقوم عليه التعامل في الخيار أي التعاقد على شراء الأسهم مقابل دفع مبلغ ضئيل من القيمة السوقية للسهم. وذلك بدلا من شراء السهم ذاته من السوق الحاضر ودفع قيمته نقدا. و في حالة انخفاض معدلات الفائدة تنخفض أسعار خيارات الشراء وترتفع أسعار خيارات البيع .

إجراء توزيعات نقدية (Cash dividends) :

أن العائدات النقدية التي يحصل عليها المستثمر نتيجة لشراء الأسهم ستؤثر على ثمن الخيار. فعندما يقرر مجلس الإدارة توزيعات نقدية في تاريخ معين. وإذا ما اشترى المستثمر السهم في اليوم التالي لذلك التاريخ. فلن يكون من حقه المطالبة بتلك التوزيعات. غير أنه سيدفع في شرائه مبلغا يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم. هذا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يتوقع أن يصحبه انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حالة خيار الشراء. لأنه بانخفاض القيمة السوقية للسهم ينخفض احتمال تنفيذ الخيار. ما يعني انخفاض المخاطر (الخسائر) التي يتعرض لها المحرر. والعكس يحدث في حالة خيار البيع.

» المبحث الخامس

خصائص سوق عقود الخيارات

تتميز عقود الخيارات المالية المعاصرة بجملة من الخصائص، نجملها فيما يلي:

١. الخيار ورقة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من مادة الخيار المذكورة في العقد (أسهم، سندات، أو أي ورقة مالية أخرى).

٢. توقعات طرفي العقد مختلفة أمام ما يمكن أن يؤول إليه الوضع بخصوص مادة الخيار المذكورة، وإلا ما تم التعاقد أصلاً؛ إذ يتوقع طرف ارتفاع سعر السهم خلال مدة الممارسة فيقدم على شراء حق الشراء، ويتوقع الطرف الآخر عدم تجاوز السعر السائد (القيمة السوقية وقت التعاقد)، فيقدم على بيع حق الشراء أملاً في الفوز بالمكافأة.

٣. أن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار.

٤. أن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقد الخيار، وتكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشتريه ممارسته للحق الذي اشتراه.

٥. أن عقود الخيارات قابلة للتداول، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما.

٦. خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة)، وأرباحه غير محدودة؛ فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ومغلقة لمشتري خيار البيع، تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظرياً).

٧. تمكّن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

٨. إنها توفر أربع حالات تعامل ممكنة هي: شراء حق ممارسة الشراء، وشراء حق ممارسة البيع، وبيع حق ممارسة الشراء، وبيع حق ممارسة البيع.

٩. امتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفاً، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري . وإذا أصر طرف على الاستلام -وهو أمر غير وارد غالباً- يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ. وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناء عليه فتكون المحصلة واحدة. أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام أو التسليم مستحيلاً.

ونلاحظ أن عقد الخيار كأنه رهان بين طرفين فالمشتري يراهن على ارتفاع الأسعار ومستعد لدفع العلاوة لأنه يعتقد بأن عملية الشراء سوف تحقق له أرباحا تزيد عن قيمة العلاوة. وفي المقابل فان البائع يراهن على انخفاض الأسعار وعندئذ فان مشتري الحق لن يستعمله ويكون البائع قد استفاد قيمة العلاوة. ولكن من المفروض أن يتم هذا الرهان على أسس معينة وعلى دراية وافية وخبرة كافية بهذه الأسواق وإلا فستكون العملية فعلا رهانا يؤدي إلى مخاطر كبيرة.

الخيارات «الإغريقية»

كما ذكرنا من قبل ، تتأثر علاوة الخيار بعوامل متنوعة ، سميت هذه المعايير الفردية الخاصة بحساسية سعر الخيار بأسماء معتمدة على الحروف الإغريقية مثل دلتا ، جاما ، ثيتا وفيجا إلخ .

يمكن حساب قيمة المعايير الإغريقية باستعمال النماذج الرياضية لتسعير الخيارات.

أ. دلتا Delta

تصف دلتا مدى حساسية سعر الخيار من التغير في سعر الأصل الموجود . بما أن علاوات الخيار لم تتحرك بشكل عام كثيرا كتحرك أسعار الأصول (العقود الآجلة) . فتكون دالتا أقل من ١ بقيمة مطلقة ، مع أنها قد تكون موجبة (في حالة خيار شراء) أو سالبة (في حالة خيار البيع) . تمثل دلتا أحيانا بنسب مئوية من ٠٪ (للخيارات خارج النقود بعمق) إلى ١٠٠٪ (للخيارات في النقود بعمق) بالنسبة لدلتا الخيارات التي عند النقود تكون عادة ٥٠٪ أو ٠,٥ . تسمى أيضاً نسبة التحوط تساعد قيمة دالتا الخيار في توقع النسبة النظرية لتغير سعر الخيار من تغير بسيط لسعر العقد الآجل . لا تبقى دالتا وقد تتغير عند كل تغير في سعر العقد الآجل ..

٢. جاما Gama :

كما قلنا سابقا ، نظريا دالتا خيارات الشراء خيارات البيع ليست ثابتة ، بما أن سعر العقد الآجل يتغير، فدالتا الخيار تتغير أيضاً . التغير في قيمة دالتا المتعلق بالتغير في سعر العقد الآجل يسمى بجاما كمثال : إذا كانت دالتا خيار ٠,٤ وجاما ٠,٠٥ + إذا ارتفع سعر العقد الآجل بـ ١ دولار ترتفع دالتا إلى ٠,٤٥ يعني ٠,٠٥ + ٠,٤ وتسمى أيضاً تقوس الخيار تعطي جاما مركز خيار الإشارة إلى ما مدى صعوبة مركز الخيار للتحوط في سوق السلع الآجلة .

٣. ثيتا Theta:

هي مقدار تغير علاوة الخيار المتعلق بتغير زمن الانقضاء ليوم ، تسمى أيضا بإهلاك الزمن . وتتوقع وتحدد المعدل النظري لزمن الإهلاك للقيمة الزمنية لخيار شراء أو بيع يعبر عنها بقيمة دولار/ سنتات وتكون رقما سالبا عرفيا كما شرحنا سابقا معدل إهلاك الزمن ليس عملية خطية لأنه يزيد كلما اقترب الانقضاء ..

٤. فيجا Viga:

هي مقدار حساسية أسعار الخيارات من مدى التقلب في السوق ، وهو التغير في علاوة الخيار المربوط بتغير ١ ٪ من مدى تقلب سعر العقود الآجلة تكون فيجا مراكز الشراء موجبة بينما فيجا مراكز البيع سالبة ، وتعر فيجا أيضاً أداة زمنية ، كلما كان الزمن المتبقي للانقضاء طويلاً كانت فيجا أكبر وبالمقابل كلما قصر زمن الانقضاء، كانت فيجا أصغر .

٥. ريهو Riho:

هو مقدار حساسية سعر الخيار من نسبة تغير في معدل فائدة الخطر الحر ، بمعني آخر ، تقيس مدى حساسية المحفظة من تغيرات في معدل الفائدة لخيارات الشراء ريهو موجب أما لخيارات البيع ريهو سالب . كما كانت فترة الانقضاء كبيرة كان ريهو أكبر .

تسعير الخيارات عن طريق النماذج الرياضية

هناك نماذج تسعير رياضية متنوعة تستعمل في إيجاد السعر النظري للخيار اعتمادا على قيم محددة لكل عامل من العوامل الستة التي تؤثر على سعر الخيار ، بعض النماذج الرياضية المستعملة لتسعير الخيارات من طرف المختصين بتداول الخيارات هي نموذج بلاك -

سكولز - النموذج الحدي ونموذج والي . أعد بلاك - سكولز (١٩٧٣) أصلاً لتسعير الخيارات ذات الأسلوب الأوربي ، ولا تدخل في الحسبان توزيعات الأرباح والتنفيذ المسبق . والنموذج الحدي لكوكروس - روبنستن (١٩٧٩) هو تغيير للنموذج الأصلي بلاك- سكولز . يستعمل نموذج بارون - اديسي أو والي (١٩٨٧) بكثرة في تسعير خيارات الأسهم الأمريكية الأسلوب من طرف المستثمرين الأفراد لأنه يحسب ذات التنفيذ المسبق .

إن كل قيمة نظرية محسوبة باستعمال هذه النماذج الرياضية لها دقة محدودة . يبقى الجانب الحقيقي أن الأسعار تحدد بشكل أساسي بعوامل العرض والطلب التي تتحكم ف سوق الخيارات .

الخروج من مركز خيار سابق

هناك ثلاثة طرق مختلفة للخروج من مركز خيار : إغلاق - تنفيذ - انقضاء وأكثر الطرق المستعملة هي الخروج بإغلاق .

ا) إغلاق الخيارات

تعلق الخيارات التي لها قيمة عادة قبل الانقضاء . ويتم ذلك بشراء خيارات بيع أو خيارات شراء مطابقة لخيارات البيع وخيارات الشراء المباعة من قبل أو بيع خيارات بيع أو خيارات شراء مطابقة لخيارات البيع أو خيارات الشراء المشتراة من قبل . على سبيل المثال ، س متداول لديه نظرة مزدهرة لأسعار الذهب . في نفس الوقت كان سعر تداول عقود ذهب ديسمبر الآجلة عند ٦٥٥ دولار/ الأونصة وعلاوة خيار شراء نوفمبر للذهب بسعر إضراب ٦٥٠ دولا/ الأونصة هي ٨ دولار.

إشترى س خيار الشراء نوفمبر للذهب . وبعد ذلك ارتفع عقد الذهب الآجل لديسمبر إلى ٦٦٥ دولار ويتم تداول خيار شراء نوفمبر العقد الآجل للذهب بعلاوة ١٧ دولار . يخرج س من مركزه بإعادة بيع (إغلاق) خيار الشراء بسعر إضراب ٦٥٠ دولار بعلاوته الحالية ١٧ دولار . الفرق ما بين سعر شراء الخيار وسعر بيعه هو ٩ دولار (استلام ١٧ دولار عند البيع ودفع ٨ دولار كعلاوة عند الدخول إلى المركز) . ربحه من العملية سيكون ٢٨٨ دولار (٩ دولار × ٣٢ أونصة) (بدون حساب تكليف الوساطة والعمليات) .

إغلاق الخيار قبل انقضائه هي الطريقة الوحيدة التي يمكن بها الحصول على القيمة

الزمنيــة المتبقية . وبعـد إغــلاق الخيار أيضاً خطر التعرض للإلزام بمركز آجل (تنفيذ ضد) إذ تم بيع خيار من قبل .

الربح أو الخســارة الصافية هي الفرق بين العلاوة المدفوعة لشــراء (أو المستلمة للبيع). الخيار والعلاوة المســتلمة (أو المدفوعة) عند إغلاق الخيار . قد يواجه المشــاركون في الســوق خطرا إذا لم يكن هناك ســوق نشــيط في الوقت الذي يريدون فيه الإغلاق ، وخاصة إذا كان تاريخ الانقضاء قريب .

٢) تنفيذ الخيار

يمكن تنفيذ الخيار فقط من طرف المشتري ويمكنه فعل ذلك في أي وقت خلال حياة الخيار ، مهما كان نوعه خيار بيع أو شراء . عند تنفيذ مركز خيار ، كل من مشتري وبائع الخيار ملزمان بالدخول في مركز عقد آجل . من الطبيعي أن مشــتري الخيار لا ينفذه إلا إذا كان في النقود ، وإلا ســيعاني خسارة السوق . إذا نفذ المشــتري الخيار عندما يكون في النقود ، مركز العقد الأجــل المقابل المحصل عليه (من طرف بائع الخيار) ســيكون قائماً على الخســارة . لكن هذا لا يعني بالضرورة أن بائع الخيار سيتحمل خسارة صافية قد تكون العلاوة التي استلمها البائع لتحرير الخيار أكبر من الخسارة المحصل عليها في مركز العقد الآجل عند التنفيذ .

على سبيل المثال : اشترى أ خيار شراء ذهب بورصة دبي للذهب والسلع التي باعها ب التفاصيل كالأتي :

سعر إضراب خيار الشراء : ٦١٠ دولار

تاريخ إنقضاء الخيار : نوفمبر، ٢٠

(الأصل : عقد الذهب الآجل تسليم نوفمبر)

تاريخ العملية : ١ اكتوبر

العلاوة المدفوعة من أ : ٥ دولار (إجمالي العلاوة المستلمة = ١٦٠ دولار أي ٣٢×٥)

سعر عقد الذهب الآجل لبورصة دبي للذهب والسلع في ١ أكتوبر : ٦٠٣ دولار/ الأوقية .

العلاوة المستلمة من ب (البائع) : ٥ دولار (العلاوة المستلمة = ١٦٠ دولار أي ٣٢×٥)

* تسعر العلاوة بوحدة كمية العقد الآجل . كل عقد آجل لذهب بورصة دبي للذهب والسلع هو ٣٢ أونصة من الذهب .

في ٢٥ أكتوبر ، كان سعر العقد الآجل للذهب ٦٢٥ دولار/الأونصة وعلاوة خيار شراء ٦١٠ نوفمبر تساوي ١٧ دولار . قرر أ تنفيذ خيار الشراء .

كنتيجة للتنفيذ ، تحول مركز خيار أ إلى مركز شراء لعقد آجل للذهب تسليم ديسمبر لبورصة دبي للذهب والسلع بسعر ٦١٠ دولار/الأونصة (عند سعر الإضراب لخيار الشراء الذي اشتراه) . قد يختار الآن إما إغلاق مركز شرائه أو إيقافه إلى غاية التسليم .

بائع خيار الشراء ب واجه إلزام ومركزه البائع للخيار تحول إلى مركز بائع ب ٦١٠ دولار/ الأونصة (سعر الإضراب) لعقد آجل للذهب تسليم ديسمبر لبورصة دبي للذهب والسلع . قد يختار ب إغلاق مركزه البائع بشراء عقد آجل وتوقيف خسارته .

إذا افترضنا أنه أغلق مركزه المفتوح للعقد الآجل عند سعر ٦٢٥ دولار/ الأونصة خسارته الكلية ل١٥ دولار/ الأونصة (٦١٠-٦٢٥) ستنقص ب ٥ دولار/ الأونصة والتي هي العلاوة المستلمة . عندها تكون الخسارة الصافية ب١٠ دولار/الأونصة (٥-١٥) . وكبديل آخر ، قد يبقي مركزه قائما لغاية إنتهاء العقد ويسلم الذهب على حسب مواصفات العقد الآجل .

٣) ترك الخيار ينقضي

إن ثالث بديل للخروج من مركز خيار هو تركه إلى الانقضاء وذلك لتوقع انعدام قيمته عند الانقضاء . في الحقيقة ، الحق في إبقاء الخيار حتى تاريخ تنفيذه النهائي هو ميزة تجعل الخيارات جذابة ومطلوبة للكثيرين .

إذا لم يحدث التغير في السعر الذي كان يتوقعه المستثمر أو تحرك السعر في اتجاه معاكس لم أخذ عليه المستثمر الحماية فيكون أكبر خسارة بالنسبة إليه هي العلاوة المدفوعة عند شراء الخيار ، في الجهة الثانية ، بائعوا الخيارات لهم ميزة إبقاء إجمالي العلاوة

المحصلة مادام الخيار لم يتحرك إلى في النقود إلى غاية انقضائه . نأخذ نفس المثال السابق ذكره . إذا نزل سعر عقد الذهب الآجل إلى ٦٠٠ دولار/ الأونصة . لا يوجد أي سبب لتنفيذ خيار الشراء ب٦١٠ دولار للآن يمكنه شراء نفس العقد الآجل ب٦٠٠ دولار من سوق العقود الآجلة . وبذلك يسمح للخيار بالانقضاء لأنه أصبح عديم القيمة . وتكون خسارته محدودة بالعلاوة المدفوعة ومن الناحية الثانية . عند انقضاء الخيار ينهي ب عمليته ب مكسب متمثل في العلاوة التي استلمها .

» المبحث السادس

حقوق خيار مؤشرات الأسواق

يتم التعامل بين المتعاملين بشراء وبيع حقوق الخيار على أساس أسعار مؤشرات أسواق الأسهم العالمية مثل :

..DOW JONES Index AVERAGE

. STANDARD AND POOR 500

.FINANCIAL TIMES STOCK EXCHANGE 100

.NIKKEI 225 STOCK AVERAGE

ويقصد بمؤشرات السوق تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت يعتقد بأنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق ومن ثم تؤخذ حركة أسعارها على أنها تعكس الاتجاهات المستقبلة للأسعار في تلك السوق وبالتالي التنبؤ باتجاهات هذه المؤشرات هبوطاً أم صعوداً.

ويتمثل الفرق الجوهري بين اختيار الأسهم الفردية التي تصدرها منشآت معينة واختيار المؤشرات هو أنه لا يوجد محل أساساً لتسليم الأسهم محل البيع أو الشراء إذا ما طلب المشتري تنفيذ عقد الاختيار فتسوية عقود المؤشرات هي بالضرورة تسوية نقدية وفقاً لسعر المؤشر في السوق الحاضر بمعنى أن يحصل المشتري على الفرق بين القيمة السوقية للمؤشر وسعر التنفيذ إذا كان اختيار شراء أو يحصل على الفرق بين سعر التنفيذ وبين القيمة السوقية للمؤشر إذا كان اختيار بيع ومن هنا تعتبر عمليات شراء أو بيع حقوق خيار هذه المؤشرات عمليات مضاربة بحتة .

» المبحث السابع

خيار العملات الأجنبية

إن الاضطراب الشديد الذي تشهده أسواق العملات الرئيسية أصبح السمة الغالبة والذي تنتفي معه فرصة أو إمكانية استقرار أسعار الصرف لفترات معقولة .

ولا شك أن تقلب أسعار العملات مشكلة تتعقد معها إمكانية التصدي لتقلبات أسعار السلع والأصول المقوّمة بها ما يجعل من الصعوبة بمكان التعرف على القيمة الصافية لأصل معين بعد فترة معينة .

وخيار الشراء وخيار البيع تعطي مشتريها الحق في شراء أو بيع مبلغ محدد من العملات الأجنبية بسعر تحويل محدد خلال أجل محدد وقد يحدث في بعض الحالات استلام وتسليم العملة محل هذا الحق . إلا أن الكثير الغالب من هذه المعاملات ينتهي بالتسوية النقدية المباشرة باحتساب الفرق بين سعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار وسعر العملة السائد في السوق وما هو معلوم أن مشتري الخيار لا يكون ملتزماً بإتمام الصفقة إذ أنه اشترى مجرد التنفيذ وله أن يقرر التنفيذ من عدمه وفقاً لما يكون عليه سعر العملة خلال فترة العقد .

وتحتل القيمة الزمنية في خيار العملات الأجنبية خصوصاً أهمية خاصة لما يكتنف أسعار العملات من سرعة في التقلبات تجعل للزمن أهمية عملية قد لا تتوفر بالنسبة لبقية الخيارات .

وتعتبر توقعات المتعاملين في أسواق الصرف العالمية أمراً بالغ الأهمية بالنسبة لما يتخذونه من قرارات في أسواق الخيارات بالعملات الأجنبية .

» المبحث الثامن

خيارات التعامل في الذهب

لقد أصبحت الخيارات على المعادن النفيسة أو الثمينة تصنف في أسواق المال على أنها خيارات سلعية كتلك التي تتم بالنسبة للنفط والبن والقمح وغيرها منذ عام ١٩٧١ بعد أن فكت أمريكا الارتباط بين الدولار والذهب أصبح للذهب وظائف جديدة عما كانت له من قبل إذ أصبح أيضاً سلعة استثمارية معترفاً بها في أسواق المال والاستثمار .

وعلى ذلك نستطيع القول بأن الذهب أصبح « سلعة خاصة « ذات استخدامات متعددة يتميز بها عن غيره من السلع .

وتعتبر الخيارات إحدى الوسائل والأدوات الفنية التي يتعامل بها في الذهب ومن خلال مؤسسات كبرى متخصصة في التعامل بالذهب بالخيارات بنوعيها خيارات الشراء وخيارات البيع .

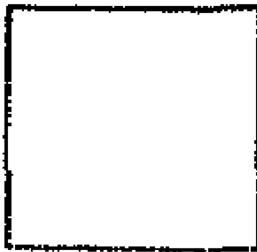
الباب الرابع

استراتيجيات الاستثمار
في سوق عقود الخيار

الباب الرابع

استراتيجيات الاستثمار في سوق عقود الخيار

المحتويات



الفصل الثانى عشر

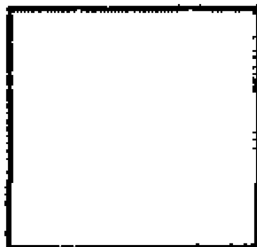
أنواع استراتيجيات الاستثمار فى عقود الخيار

Options Trade Strategies

الفصل الثانى عشر

أنواع استراتيجيات الاستثمار في عقود الخيار

المحتويات



تتعدد استراتيجيات التداول والتعامل مع سوق عقود الخيار لتحقيق مختلف الأهداف المرجوة من الاستثمار في هذا المجال وحسب مختلف الظروف. فهناك استراتيجيات معينة تستخدم عندما تكون السوق في حالة ركود، وأخرى تستخدم عندما تكون أسعار الأسهم في اتجاه صاعد Bull Market أو في اتجاه هابط Bear Market. كما أن هناك استراتيجيات معينة تستخدم لغرض المحافظة على رأس المال وأخرى للمضاربة ومحاولة تحقيق الربح السريع وغيرها.

وبلا شك أن هناك خطورة كبيرة عند تداول عقود الخيار شأنها شأن المخاطرة بالاستثمار في عالم المال. ونظرا لخطورة الاستثمار في عقود الخيار لابد من التوقيع على وثيقة شروط تداول عقود الخيار عن طريق الوسيط. وهي عبارة عن إخلاء مسئولية الوسيط بإقرار العميل بمعرفته بخطورة عقود الخيار وانه مسئول عما يقوم به من تداول.

ومن أهم وظائف عقود الخيار التي تحدثنا عنها أنها تقوم بدور التأمين على الأسهم أو ما يعرف بمصطلح Hedging .

ولذا يمكن تقسيم استراتيجيات التداول في عقود الخيار إلى نوعين:

١- الاستراتيجيات المحافظة.

٢- الاستراتيجيات المجازفة.

» المبحث الأول

الاستراتيجيات المحافظة
Conservative Strategies

يمكن التمييز بين عدة طرق للاستثمار الخطر في عقود الخيارات، نشرحها فيما يلي :

١- إستراتيجية شراء عقود خيار البيع.

٢- إستراتيجية بيع عقود الشراء Call

٢- إستراتيجية حماية محفظة أسهم بشراء عقود خيار البيع.

٣- إستراتيجية بيع عقود خيار الشراء المغطاة.

(أ)

إستراتيجية شراء عقود خيار البيع Put

تهدف هذه الإستراتيجية إلى تحقيق ربح عال نسبياً مع درجة مجازفة مقبولة. نذكر هنا أن لمشتري عقد خيار البيع الحق في أن يبيع لبائع الخيار ١٠٠ سهم من أسهم الشركة التي صدر عقد الخيار على سهمها. وكما ذكرنا يربح مشتري عقد خيار البيع إذا انخفض سعر السهم في السوق تحت مستوى سعر التنفيذ. لذا فالمستثمر يدرس أسعار أسهم شركات يعتقد بأنها تباع حاليا في البورصة بأسعار عالية جدا، وأوضاع شركاتها لا تبرر هذا الارتفاع، الأمر الذي سينتج عنه عاجلاً أم آجلاً انخفاض أسعار هذه الأسهم.

لنفرض أن لديك ١٠٠٠ سهم من شركة ما، سعر السهم ١٠٠ $، ففي هذه الحالة قد تجد أن لديك مبلغاً كبيراً تم استثماره في هذه الشركة، وهناك عامل الخوف من هبوط السهم فجأة وبالتالي تحقيق خسارة هذا المبلغ الكبير المستثمر في هذا السهم.

وهنا يأتي دور عقود الخيار فتقرر شراء ١٠ عقود بيع Put لفترة ثلاثة شهور مثلاً، وبسعر تنفيذ يساوي ١٠٠$، وفي هذه الحالة ربما تدفع مقابل كل عقد ٣ دولارات، أي تدفع مبلغ ٣٠٠٠ $ لشراء العقود العشرة (١٠×١٠٠×٣ = ٣٠٠٠ $) ويكون هذا المبلغ بمثابة تأمين على ما لديك من أسهم Buy to Open ١٠ Puts at ٣$ لو هبط سعر السهم إلى ٥٠$ فهذا جيد لصالحك لأن معه الحق لبيع ١٠٠$ خلال ٣ شهور وذلك لكون من باع عقد البيع هذا قد دخل معك في اتفاقية هو ملزم عن طريقها بشراء الأسهم بسعر ١٠٠$، ولك الخيار في بيعها إن أردت ذلك خلال ٣ شهور، وفي هذه الحالة فانك تطلب من الوسيط تنفيذ العقد Exercise ويتم بيع ما لديك من أسهم بسعر ١٠٠$ للسهم أو تقوم ببيع ما لديك من عقود Put والتي لن يقل سعرها عن ٥٠ $ في هذه الحالة.

ويتم ذلك بإدخال الأمر التالي Sell to Close ١٠ puts at ٥٠$ لو أن سعر السهم ارتفع إلى ما فوق الـ١٠٠$ في نهاية فترة العقد، فلن تقرر بيع الأسهم بسعر ١٠٠$ (لأنك تستطيع بيعها في السوق مباشرة بسعر أعلى من ١٠٠$)، وبهذه الحالة تكون قد خسرت قيمة المبلغ الذي دفعته لشراء العقود العشرة (٣٠٠٠$) ويتم تعويض ذلك من ارتفاع سعر السهم. بمعنى آخر ما حققته هو انك أمنت على أسهمك بمبلغ ٣٠٠٠$ أي بنسبة ٣٪ من قيمة الأسهم لمدة ثلاثة أشهر، كما أنه حسب سعر السهم والمدة المتبقية لانتهاء العقد يمكنك بيع ما لديك من عقود قبل انتهاء مدة العقد بأيام قليلة لتحصل على جزء من المبلغ.

(٢)

إستراتيجية بيع عقود الشراء Call

هناك طريقة أخرى آمنة للاستفادة من عقود الخيار . حيث يقوم مالك الأسهم فيها ببيع عقود شراء على ما لديه من أسهم . لأن عقود الخيار تباع وتشترى بعد إصدارها في بورصات خاصة بها وكأنها أسهم. فلكل خيار قيمة زمنية Time Value وقيمة فعلية Interstice Value تساوي القيمة الزمنية ثمن الخيار عند إصداره، وهي تتلاشى بتقدم عمر الخيار لتنعدم لدى انتهاء مفعول الخيار وموته. أما القيمة الفعلية فهي في حالة خيار الشراء تساوي سعر السهم في السوق مطروحاً منه سعر التنفيذ. وفي حالة خيار البيع سعر التنفيذ مطروحا منه سعر السهم في السوق.

فلو كان لديك ١٠٠٠ سهم من شركة ما وكانت القيمة الحالية ١٠٠$ فقد تقرر بيع ١٠ عقود شراء تنتهي بعد فترة قصيرة وبسعر ١٠٠$ أو أكثر قليلاً حسب رغبتك بشكل أوضح، لنفرض أن التاريخ الآن ١٥ سبتمبر، وسعر السهم يساوي ١٠١$ ويوجد هناك ٣ عقود شراء للشركة كما يلي:

- عقد Call ينتهي في ٢٢ سبتمبر بسعر ٩٥$ للتنفيذ، وسعر العقد ٦,٧٥$
- عقد Call ينتهي في ٢٢ سبتمبر بسعر ١١$ للتنفي ا، وسعر العقد ٢,٢٥$
- عقد Call ينتهي في ١٩ أكتوبر بسعر ١٠٥$ للتنفيذ ، وسعر العقد ١,٥$.

بالنظر إلى هذه الأسعار فقد تقرر بيع ١٠ عقود سبتمبر بسعر ٩٥$ للتنفيذ وتحصل فوراً على مبلغ ٦٧٥٠$. Sell to Open Calls at ١٠ $٦,٧٥

وفي حالة بقاء سعر السهم فوق ٩٥$ في نهاية يوم ٢٢ سبتمبر فان الذي يحصل هو أن تباع أسهمك بسعر ٩٥ $ للسهم الواحد، وتكون قد بعت ١٠٠٠ سهم بسعر ٩٥ ألف دولار، بالإضافة إلى ٦٧٥٠$ التي حصلت عليها عند بيع العقود بسعر ١٠١٧٥٠ دولار وذلك أفضل بقليل من سعر السهم في ١٥ سبتمبر.

أما إذا هبط السهم إلى ما دون ٩٥$ فان تحتفظ بأسهمك وتكون قد ربحت ٦٧٥٠$، ولاحظ انه بتاريخ ٢٢ سبتمبر ليس هناك من خيار آخر غير انك أما تكسب ٦٧٥٠ دولار أو انك تبيع أسهمك بقيمة إجمالية تساوي ١٠١٧٥٠$.

كما انك تستطيع بيع عشرة عقود بسعر ١٠٥$ للتنفيذ تنتهي بتاريخ ١٩ أكتوبر وتحصل على مبلغ ١٥٠٠ دولار قيمة العقود. لاحظ كذلك في هذه الحالة انك قد تبيع الأسهم بسعر ١٠٥ دولارات بتاريخ ١٩ أكتوبر أو قد تحتفظ بالأسهم وتربح ١٥٠٠ دولار قيمة العقود.

ورغم ما لهذه الإستراتيجية من ميزة تحقيق أرباح. فهي في كل حالة لم تكن هناك خسارة. فإما أن تبيع الأسهم بسعر جيد. أو نحتفظ بها ونكسب قيمة العقود. إلا أنها في الواقع لا تخلو من وجود بعض السلبيات بها:

* قد يضطر المستثمر إلى بيع أسهمه عندما يتجاوز العقد سعر التنفيذin the Money ولا يستفيد من مواصلة السهم للصعود

* في حالة هبوط السهم بشكل كبير لن يستطيع المستثمر بيع الأسهم قبل أن يخرج من العقود التي قام ببيعها. لأن بائع عقود الشراء ملزم ببيعها فيما لو رغب المشتري ذلك وفي هذه الحالة يمكن الخروج من العقد بشراء ١٠ عقود من العقد نفسه. والذي بالطبع سوف يكون سعره اقل من السعر الذي تم البيع به. لأن سعر السهم نزل عن السابق . فلو أن سعر السهم هبط إلى ٨٠$ فقد تكون قيمة العقد ١٠ سنتات على سبيل المثال. ويتم الخروج من العقد بالشكل التالي: Buy to Close ١٠ Calls at ٠,١٠$

(٣)

إستراتيجية حماية محفظة أسهم بشراء عقود Call وعقود Put

هذه الإستراتيجية سهلة التطبيق كل ما هو مطلوب فيها دفع قيمة العقد. سواء كان عقد شراء أو عقد بيع والانتظار لبلوغ العقد حالة الربح. Buy to Open ١٠ calls at ٤$ بهذه الحالة يدفع المشتري ٤٠٠٠ دولار(١٠×١٠٠×٤) لشراء عقد Call لشهر سبتمبر بسعر ١٠٠ دولار كسعر تنفيذ. وينتظر إلى أن يرتفع السهم بشكل كاف ويرتفع سعر العقود تبعا لذلك ليقوم ببيعها بالشكل التالي Sell to Close ١٠ Calls at $ لاحظ أن المخاطرة الوحيدة هنا هي احتمال خسارة كامل قيمة العقد ٤٠٠٠$ ويأتي التعويض هنا في خاصية الرفع..

فعلى سبيل المثال لو أن سعر السهم ارتفع إلى ١٥٠ $ خلال فترة العقد فتكون القيمة الجوهرية للعقد وحدها تساوي ٥٠$(١٥٠-١٠٠= ٥٠$) ويستطيع المشتري بيع العقود ليحصل على ٥٠ ألف دولار (٥٠×١٠٠×١٠=٥٠٠٠٠$) مقابل استثمار قدره ٤٠٠٠$ فقط.

(٤)

إستراتيجية بيع عقود خيار الشراء المغطاة

لنفرض هنا أن المستثمر لديه كمية من أسهم شركة ما، وان سعر السهم الحالي هو ٣٥$، ويود المستثمر بيع هذه الأسهم لأنه خائف من انخفاض السعر. فبدلاً من أن يبيع الأسهم بالسعر المتاح يستطيع هذا المستثمر بيع عشرة عقود خيار شراء على كمية الأسهم التي يمتلكها بسعر تنفيذ قدره ٣٥$ن ومدة عقد الخيار ٣ شهور ويتلقى المستثمر لقاء هذه الصفقة مبلغ ٣٠٠$ عن العقد الواحد، أي أنه يقبض ٣٠٠٠$ للعقود العشرة.

فإذا بقى سعر السهم في السوق عند مستوى سعر التنفيذ أو أقل منه آنذاك سيتخلى مشتري العقود عن تنفيذها ويحتفظ المستثمر بأسهمه ويكسب ثمن العقود كدخل إضافي، أما إذا ارتفع سعر السهم فوق سعر التنفيذ إلى ٤٠$ مثلا، آنذاك سيقوم مشتري عقود الخيار بتطبيقها، ويشتري الأسهم من بائع العقود بسعر التنفيذ البالغ ٣٥$.

بما أن المستثمر قد تلقى مسبقاً ٣$ عن خيار السهم الواحد، لذا يكون المستثمر قد باع السهم بسعر ٣٨$ بدلا من بيعها بسعر ٣٥$ وعليه فعملية بيع عقود خيار الشراء على الأسهم الموجودة أسهمت بتحسين عائد الأسهم دون تعريض بائع العقود إلى أي مجازفة.

إن الجانب السلبي في هذه الإستراتيجية بالنسبة إلى بائع عقود خيار الشراء هو انه يحد من ربحه إذا ارتفع سعر السهم في السوق بشدة عن سعر التنفيذ . ففي المثال المذكور اضطر المستثمر لبيع الأسهم بسعر ٣٨$ في حين كان بإمكانه تلقي ٤٠ $ أي فوت على نفسه ربحا اكبر كان بإمكانه تحقيقه واحتفظ بالأسهم ولم يبع عقود خيار الشراء.

» المبحث الثانى

الاستراتيجيات المجازفة

Speculative Strategies

يمكن أن نذكر منها إستراتيجيتين خطرتين يتبعهما عادة المستثمرون المضاربون وهما :

١- إستراتيجية بيع عقود خيارات البيع.

٢- إستراتيجية بيع عقود خيار شراء عارية.

(أ)

إستراتيجية بيع عقود خيار البيع

تعد إستراتيجية بيع أو ما يسمى أيضاً كتابة عقود خيارات البيع من العمليات المحفوفة بالمخاطر لأن الخسارة التي يمكن أن يتكبدها البائع قد تكون كبيرة جدا إذا أخطأ في توقعاته وتحرك سعر السهم الذي تم إصدار خيارات البيع عليه بعكس الاتجاه المتوقع.

فلنفرض أن المستثمر يتابع تحركات سعر سهم ما، والذي يباع سهمها حاليا في الأسواق بسعر ٣٠$ مثلاً، يعتقد هذا المستثمر بأن هذا السعر منخفض وان سعر سهم الشركة سيرتفع مستقبلا لذا يقرر هذا المستثمر بيع عدد من عقود خيارات البيع عن طريق سماسرة بسعر تنفيذ أقل من سعر السوق، وليكن ٢٥$ ومدة سريان مفعول قدرها ٣ شهور، يتلقى هذا المستثمر عن خيار بيع السهم الواحد دولاراً واحداً عن كل عقد ١٠٠$.

وكما شرحنا سابقاً يحق لمشتري عقد خيار البيع أثناء فترة سريان مفعوله أن يبيع لبائع الخيار عقد الخيار، أي ١٠٠ سهم بسعر يساوي سعر التنفيذ أي ٢٥$ بغض النظر عن تحرك سعر السهم في السوق طيلة مدة سريان مفعول الخيار، لذا فمشتري عقد خيار البيع يتوقع عكس ما يتوقعه البائع أي أنه يعتقد أن سهم هذه الشركة الحالي والبالغ ٣٠$ هو مرتفع وان السعر سينخفض تحت سعر التنفيذ البالغ ٢٥$. هذا الاختلاف في توقعات المستثمرين هو في الحقيقة المحرك الرئيسي للأسواق المالية.

ولو عدنا للمستثمر الذي باع عقود خيار البيع لنتابع نتائج صفقة البيع الخاصة به على ضوء تغير سعر السهم في السوق نجد أن ..

لنفرض أن توقعات بائع خيار البيع كانت صحيحة وأن سعر سهم الشركة ارتفع بعد أن باع عقد الخيار من ٣٠ إلى ٣٥$، وكما ذكرنا فان هذا التغير ليس في صالح مشتري عقد خيار البيع لأنه ليس من المعقول أن يشتري هذا المستثمر السهم من السوق بـ ٣٥$ ويبيعه لبائع عقد الخيار بسعر التنفيذ أي ٢٥$ ويخسر بذلك في عقد الخيار ١٠٠٠$ في هذه الحالة سوف لا يطبق مشتري الخيار العقد بل سيحاول بيعه في بورصة الخيارات بخسارة، أو ينتظر حتى نهاية مدة سريان المفعول، على أمل أن ينخفض سعر السهم فإذا كان حظه سيئاً وبقي سعر السهم فوق سعر التنفيذ آنذاك سيترك مشتري عقد الخيار العقد يموت ويخسر

بذلك قيمته أي ١٠٠ $ وهو طبعا المبلغ الذي يكسبه بائع الخيار كربح أعظمي.

أما إذا كانت توقعات بائع عقد الخيار خاطئة وانخفض سعر السهم إلى ما دون سعر التنفيذ ولنقل إلى ٢٠ $. آنذاك سيطبق مشتري خيار البيع عقد الخيار، لأن ذلك أصبح بالنسبة إليه مربحاً لأنه يستطيع شراء ١٠٠ سهم من السوق بسعر السهم ٢٠ $ وبيعها لبائع عقد الخيار بسعر التنفيذ محققاً ربحاً صافياً قدره ٤ $ في السهم الواحد (٥-١=٤).

أما بائع عقد خيار البيع فيخسر لأنه سيضطر لشراء ١٠٠ سهم بسعر التنفيذ أي ٢٥$ للسهم الواحد وهو سعر يزيد عن سعر السهم في السوق بمقدار ٥$ للسهم الواحد أي أن خسارته الصافية في العقد الواحد هي ٥٠٠$ مطروحا منها ثمن عقد خيار البيع الذي قبضه والبالغ ١٠٠$.

تزداد طبعا خسارة بائع خيار البيع كلما انخفض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ وقد تصبح هذه الخسارة كبيرة جدا إذا تعرضت الشركة التي أصدرت خيار البيع على سهمها لهزة مالية تعرضها لخطر الإفلاس لأن سعر سهمها سينهار آنذاك وبشكل مفاجئ.

يمكن أن يقوم بائع خيار البيع المذكور أعلاه باتخاذ إجراء يخفف فيه من وطأة الخسارة إذا لاحظ بأن سعر السهم في السوق لن يرتفع كما توقع بل أنه سيستمر بالانخفاض. ويقوم هذا الإجراء على ما يسمى إغلاق الموقع Position Closing بشرائه من السوق عدداً مماثلاً من عقود خيار البيع الصادرة على سهم الشركة نفسه، وبسعر التنفيذ وتاريخ سريان المفعول نفسيهما، ويكون ذلك بمثابة تسديد لالتزاماته تجاه الجهة التي اشترت منه عقود خيارات البيع أو كاسترجاع للعقود التي باعها.

بما أن سعر السهم في السوق انخفض لذا فان سعر العقد الذي سيدفعه هذا المستثمر لدى إغلاق الموقع سيكون أعلى من السعر الذي قبضه هو لدى بيعه خيار البيع الأمر الذي سينتج عنه خسارة، إنما أقل من تلك التي يمكن أن تحدث إذا ترك هذا المستثمر موقعه مفتوحاً إلى أن يطبق مشتري خيار البيع عقده.

(٢)

إستراتيجية بيع عقود خيار شراء عارية

أوضحنا أن إستراتيجية بيع عقود خيار شراء هي إحدى الاستراتيجيات المحافظة إلا أن هذه الإستراتيجية يمكن أيضا أن تطبق بشكل محفوف بالمخاطر كما سنرى أدناه.

عندما يبيع المستثمر عقود خيار شراء صادرة على سهم شركة معينة. وهو لا يملك هذه الأسهم نقول بان العقود التي باعها هذا المستثمر غير مغطاة. فكما شرحنا سابقا يعطي بائع عقد خيار أسهم لمشتري عقد الخيار الحق بأن يشتري منه ١٠٠ سهم من أسهم الشركة بسعر التنفيذ. وطبعا أثناء مدة سريان المفعول. فإذا ارتفع سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ سيقوم مشتري عقد خيار الشراء بتطبيقه والاستفادة من حقه، وسيطالب البائع ب١٠٠ سهم لن ذلك سيحقق له ربحاً بما أن البائع لا يملك الأسهم التي باعها لذا سيضطر إلى شرائها من السوق بسعر مرتفع وتسليمها لمشتري عقد الخيار لقاء سعر التنفيذ الذي يمكن أن يكون اقل بكثير من سعر السهم في السوق الأمر الذي يمكن أن يكبد بائع الخيار المضارب خسارة ضخمة تزداد بارتفاع سعر السهم في السوق.

» المبحث الثالث

تطبيقات عملية على تنفيذ عقود الخيارات

لتنفيذ صفقة الخيار هناك عدة عوامل لذلك منها أن يقوم صاحب الأسهم بعرض أسهمه للبيع بسعر مرتفع مؤجل على أن يقبل أن يستلم مبلغ بسيط من المشتري إلى أن يحضر وقت التسليم ويستلم باقي المبلغ طبعاً إذا رغب المشتري في الشراء أما إذا انسحب المشتري فأن الأسهم ترجع لصاحبها (البائع) ويحتفظ بالمبلغ المدفوع مسبقاً المتعارف على أن اسمه العربون.

ويمكن أن يثار سؤال هنا هو لماذا يبيع الشخص أسهمه ويقبض عربون ولا ينتظر بنفسه ويبيعها دفعه واحده بسعر مرتفع دون أي إزعاج؟ والسبب يكون أن البائع غالباً ما يكون قد اشترى الأسهم بسعر منخفض ويخشى من المستقبل من أن يحدث شي سيئ للسهم وينخفض لذا فهو يفضل أن يبيع السهم بسعر مرتفع ويقبض العربون مقدماً فبهذه الطريقة يحمي نفسه من الخسارة إلى اكبر قدر مستطاع.

أما لماذا يدفع المشتري مبلغ بسيط مقابل أن يكون له الحق في شراء الأسهم إذا رغب ذلك ولا يدفعه المبلغ كاملاً وحالاً. المشتري عادةً يخشى من أن يشتري سهم بملغ عالي ثم ينخفض سعره ويكون بذلك قد خسر وغامر بالمال وعرض نفسه للخطر لذا فأنه يلجا إلى نظام عقود الخيار أو بما يسمى العربون.

كيف تتم الصفقة بين البائع والمشتري ؟

البائع يعرض السهم للبيع بسعر يناسبه هو ويقبل أن يستلم عربون مقدما من المشتري عادتاً ما يكون بسيط جداً , أما المشتري فهو يفضل أن يدفع عربون بسيط ولا يدفع القيمة كاملة على أمل أن يرتفع سعر السهم في المستقبل وبذلك يحق له ثلاثة أمور:

١- أن يدفع باقي المبلغ للبائع قبل انتهاء الاتفاق ثم يبيع الأسهم في السوق نقداً وبذلك يكون قد حقق ربح مقبول نوعاً ما.

٢- أن يتنازل عن العربون بمبلغ مادي إلى شخص آخر إما بربح أو بانخفاض ويخرج هو من الصفقة وعادة هذا هو المتعارف عليه.

٣- أن يحضر موعد دفع باقي القيمة للمشتري ففي هذا الحال يكون الوضع كالتالي

- إذا كان سعر السهم مرتفع فأن الوسيط أو البنك يقوم ببيع الأسهم في السوق وتسديد باقي الصفقة للبائع والفائض (وهو الربح) يترك في حساب المشتري

- إذا كان سعر الأسهم اقل من سعر الصفقة فأن الأسهم تعاد إلى محفظة البائع ويحتفظ أيضاً بالعربون الذي استلمه من قبل وبذلك يكون المشتري قد خسر فقط المبلغ البسيط (العربون).

كيفية قراءة بيانات العقود الاختيارية

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
OpSym	Bid (pts)	Ask (pts)	Extrinsic Bid/Ask (pts)	IV Bid/Ask (%)	Delta Bid/Ask (%)	Gamma Bid/Ask (%)	Vega Bid/Ask (pts/% IV)	Theta Bid/Ask (pts/day)	Volume	Open Interest	Strike
IBM MAR10 110 C	16.25	16.70	0.00 0.37	39.77 35.13	93.16 92.06	0.27 1.13	0.007 0.053	0.0009 -0.0279	0	479	110.000
IBM MAR10 115 C	11.65	11.80	0.32 0.47	25.37 27.68	90.53 88.67	1.82 1.90	0.060 0.069	-0.0227 -0.0239	47	552	115.000
IBM MAR10 120 C	7.15	7.30	0.82 0.97	21.63 23.30	75.83 78.51	3.53 3.43	0.101 0.105	-0.0344 -0.0385	360	3175	120.000
IBM MAR10 125 C	3.40	3.50	2.07 2.17	19.04 19.75	58.20 57.88	5.65 5.46	0.141 0.143	-0.0433 -0.0448	1268	5782	125.000
Stock											128.33
IBM MAR10 130 C	1.10	1.14	1.10 1.14	17.41 17.73	28.66 29.04	3.40 3.33	0.123 0.124	-0.0349 -0.0358	1848	5947	130.000
IBM MAR10 135 C	0.23	0.25	0.23 0.25	16.73 17.08	8.45 8.91	2.56 2.61	0.056 0.058	-0.0154 -0.0164	466	6539	135.000
IBM MAR10 140 C	0.04	0.06	0.04 0.06	17.04 18.12	1.82 2.47	0.72 0.88	0.016 0.023	-0.0045 -0.0052	80	4284	140.000
IBM MAR10 145 C	0.00	0.03	0.00 0.03	0.00 21.03	0.00 1.17	0.00 0.40	0.000 0.013	0.0000 -0.0035	10	1747	145.000

الأوبسـيم-العامود الأول: يعين رمز السهم (أي بي أم) . تاريخ العقد (الشهر والسنة)- MAR١٠ تعني مارس ٢٠١٠؛ كذلك يظهر السعر التنفيذي في الرسم ١١٠ الخ؛ ويظهر أيضاً إذا كان عقد اختياري شراء أو بيع (ش أو ب).

العرض (نقاط)- العامود الثاني: السعر الأخير المعروض من قبل صانع السوق لشراء عقد اختياري معين، هو سعر العرض. والذي يُقصد هنا، هو إذا أُدخِلَ طلب لبيع عقد اختياري مارس ٢٠١٠؛ ١٢٥ شراء، فسيباع على سعر عرض ٣,٤٠$.

الطلب (نقاط)ــ العامود الثالث: السعر الأخير الذي قدمه صانع السوق لبيع عقد اختياري معين ، هو سعر الطلب. والذي يُقصد هنا، إذا أدخل طلب لشراء عقد اختياري مارس٢٠١٠؛ ١٢٥ شراء، فسيتم شراؤه على سعر الطلب ٣,٥٠$.

العرض/الطلب العرضي (النقاط)- العامود الرابع: يُظهر الكلفة المبدئية الوقتية في سعر العقد الاختياري (هناك سعران هنا، الأول يعتمد على سعر العرض، والآخر يعتمد على سعر الطلب). وكل العقود الاختيارية تخسر الكلفة المبدئية الوقتية، عندما ينتهي تاريخ صلاحية العقد . لذا فالكلفة الوقتية المبدئية التي تُبنى في سعر العقد الاختياري، تتجلى في هذه القيمة.

العرض/الطلب IV (٪) - العامود الخامس: نموذج تسعير العقود الاختيارية، مثل نموذج البلاك سكولس، يستخدم لحساب هذه القيمة. وهي تُمثّل المستوى المتوقع للتقلبات في المستقبل على أساس سعر العقد في الوقت الراهن، وخيارات تسعيرية أخرى (وهذا يشمل مقدار الوقت حتى انتهاء الصلاحية، الفرق في السعر التنفيذي وسعر السهم، ومعدل الفائدة الخالي من الخطر). والنسبة المرتفعة من العرض/الطلب IV (٪) تعني كلفة مبدئية وقتية إضافية بنيت في سعر العقد الاختياري، والعكس الصحيح. وإذا كنت تستطيع الوصول إلى الحركة الماضية لقيمة الIV لسلعة معيّنة، سوف تكون قادر على تحديد ما إذا كان المستوى الحالي للقيمة العرضية عند الحد الأعلى (وهو أمر جيد لكتابة العقود الاختيارية) أو إذا كان عند أدنى انخفاض (والذي هو جيد لشراء العقود الاختيارية).

دلتا العرض والطلب (٪) - العمود السادس : دلتا تمثل قيمة يونانية استمدت من واحدة من النماذج التسعيرية للعقد الاختياري، وهي تمثل أيضاً الموقع المساوي للسهم، بالنسبة لعقد اختياري. والدلتا بالنسبة لعقد الشراء الاختياري يمكن أن تتراوح من ٠ إلى

١٠٠ (وبالنسبة لعقد بيع اختياري، يتراوح من صفر إلى مئة). السمات الحالية للعائدات مقابل المخاطرة المرتبطة بامتلاك عقد شراء اختياري مع دلتا ٥٠ هو أساسا نفس امتلاك ٥٠ حصة من الأسهم. إذا كانت الأسهم ترتفع نقطة واحدة كاملة، فإن العقد الاختياري سيكسب تقريبا نصف نقطة. والعقد الاختياري المتعلّق بالمال أشبه بصفقة أسهم. ويتم تداول العقد الاختياري مثل السهم المتعلّق بالعقد، كما اقتربت دلتا من علامة ال ١٠٠ ، وهذا يعني إذا كان للعقد الاختياري دلتا ١٠٠ فسيكسب أو يخسر نقطة كاملة لكل دولار مكسب أو خسارة في سعر السهم الأساسي.

جاما العرض والطلب (٪) -- العمود السابع: جاما تمثل قيمة يونانية إضافية استمدت من واحدة من النماذج التسعيرية للعقد الاختياري . تبين جاما كمية الدلتا التي يمكن اكتسابها أو فقدانها من العقد الاختياري في حالة ارتفاع السهم الأساسي نقطة كاملة. لذلك ، إذا كان تم شراء عقد مارس ٢٠١٠ ١٢٥ على سعر ٣,٥٠ دولار، ستكون الدلتا ٥٨,٢٠، وهذا يعني إذا كان هناك ارتفاع دولار واحد في سهم آي بي إم ، فإن هذا العقد الاختياري سيكسب ما يقارب من القيمة ٠,٥٨٢٠$. وعلاوة على ذلك ، إذا كان هناك ارتفاع في سعر السهم نقطة كاملة في اليوم نفسه، فإن هذا العقد الاختياري سيكسب ٥,٦٥ دلتا (والتي هي قيمة الجاما لديه) وستكون دلتا بعد ذلك ٦٣,٨٥. من هناك، إن أي نقطة مكسب واحدة في سعر السهم نتيجة ستؤدي إلى مكسب سعر العقد الاختياري بما يقارب ٠,٦٣٨٥$.

الفيجا عرض/طلب (نقاط/٪دلتا)- العامود الثامن: وتمثّل الفيجا قيمة يونانية أخرى، وتُشير إلى أي مدى يمكن أن يُتوقّع ارتفاع أو انخفاض سعر العقد الاختياري إذا كانت تعتمد على تقلبات ضمنية لارتفاع نقطة واحدة. وإذا نظرنا مرة أخرى إلى عقد مارس ٢٠١٠ ١٢٥ شراء، سيكسب سعر العقد الاختياري (٠,١٤١$) إذا ارتفعت نسبة التقلب نقطة واحدة من ١٩,٠٤٪ إلى ٢٠,٠٤٪. وهذا يدل على أنه من الأفضل شراء عقود اختيارية إذا كان نسبة التقلب منخفضة (بحيث ستُدفع كلفة ابتدائية وقتية أقل وارتفاع متلاحق في ال١٧ سيُضخّم سعر العقد الاختياري)، وبالمثل ، فإنه من الأفضل أن تكتب العقود الاختيارية عندما تكون نسبة التقلبات مرتفعة (كلفة ابتدائية متاحة أكثر و انخفاض في ال١٧ سيخفض سعر العقد الاختياري) .

ثيتا عرض/طلب (نقاط/يوم)-العامود التاسع: كما هو مبين في عامود القيمة العرضية، تخسر العقود الاختيارية الكلفة المبدئية الوقتية عند انتهاء صلاحية العقد. وعلاوة على ذلك ، عندما يقترب تاريخ انتهاء صلاحية العقد، تتسارع أيضاً العملية المعروفة

ب«اضمحلال الوقت». وتمثّل الثيتا القيمة اليونانية، التي تشير إلى مدى قيمة الخسارة المحتملة للعقد الاختياري في وقت واحد خلال اليوم. ويمكن أن يخسر عقد مارس ٢٠١٠ ١٢٥ شراء ٠،٠٤٣١$ من قيمته، بسبب مرور بسبب مرور يوم واحد من الزمن، وحتى لو بقيت القيّم اليونانية الأخرى والعقود الاختيارية دون تغيير.

الحجم- العامود العاشر: تدل على عدد العقود الاختيارية المتداولة في عقد اختياري معين خلال الجلسة الأخيرة. عادةً، وليس دائماً، العقود الاختيارية ذات الأحجام الضخمة، مرجح أن يكون لها سبريد عرض/طلب ضيق أكثر، بسبب المنافسة الكبيرة على بيع وشراء هذه العقود.

الفائدة المفتوحة - العامود الحادي عشر: تشير إلى عدد عقود اختيارية معينة، تم فتحها ولكنها لم تعوض بعد.

السعر التنفيذي-العامود الثاني عشر: وهو السعر التنفيذي للعقد الاختياري. إذا أراد مشتري العقد الاختياري، شراء أيضا السلعة المرتبطة بالعقد، فسيقوم في ذلك على هذا السعر. وبالمثل، فإن كاتب العقد الاختياري يجب أيضا أن يبيع السلعة المرتبطة بالعقد على هذا السعر إذا تم تنفيذ هذا العقد ضده.

الجدوّل الذي يبين تشابه عقود البيع الاختيارية مع عقود الشراء الاختيارية، مع وجود فارقين أساسيين:

كلما كان السعر التنفيذي أقل، أصبح العقد الاختياري للشراء أكثر تكلفة، وكلما كان السعر التنفيذي أعلى، أصبح عقد البيع الاختياري أكثر تكلفة. في حالة عقود الشراء، الأسعار التنفيذية المنخفضة تؤدي إلى أسعار للعقود الاختيارية مرتفعة، وتتراجع أسعار العقود الاختيارية مع ارتفاع السعر التنفيذي تدريجياً. والسبب في ذلك هو أن الأسعار التنفيذية المتتالية، هي إما خارج المال أكثر أو أقل داخل المال وهكذا فان كل سعر لديه قيمة فعلية أقل مقارنة بالعقد الاختياري على السعر التنفيذي التالي الأقل: والعكس صحيح في عقود البيع الاختيارية. فهذه العقود تأتي إما أكثر في المال أو أقل خارج المال، مع ارتفاع الأسعار التنفيذية، وهكذا تكسب عقود البيع الاختيارية قيمة فعلية أكثر. ولذلك، ترتفع قيمة العقود الاختيارية مع ارتفاع الأسعار التنفيذية في حالة عقود البيع الاختيارية.

ترتفع قيم دلتا مع انخفاض السعر التنفيذي لعقود شراء اختيارية. وترتفع قيم دلتا مع ارتفاع الأسعار التنفيذية بالنسبة لعقود البيع الاختيارية. وتظهر عقود البيع الاختيارية قيم سلبية بسبب موقع السهم المساوي ، المتعلق بهم. عند شراء عقد بيع اختياري ، فالأمر شبيه بدخول موقع شورط. الأمر الذي يسبب القيم السلبية لدلتا.

بدأ تداول العقود الاختيارية قبل عقود قليلة ، ومستوى تطور المتداولين قد ارتفع بشكل ملحوظ منذ ذلك الحين. وتظهر هذه التطورات اليوم في شاشة التسعيرات الخاصة بالعقود الاختيارية.

أمثلة تطبيقية

فيما يلي بعض الأمثلة التي توضح عقد الخيار في السوق المالية :

مثال ١:

نفرض أن سعر سهم شركة ما هو ٧٠ دولارا ، وحق الخيار لشراء مئة سهم بالسعر الحالي خلال ٩٠ يوما هو ٤ دولارات للسهم . فإذا ارتفع سعر السهم خلال هذه المدة إلى ٧٦ دولارا ، فإن ربح المشتري يكون كما يلي : قيمة شراء الأسهم بالسعر السابق هو ٧٠ × ١٠٠ = ٧٠٠٠ دولار . يضاف إليها قيمة شراء حق الخيار وهو ٤ × ١٠٠ = ٤٠٠ دولار . فيكون المجموع هو ٧٤٠٠ دولار . قيمة الأسهم الحالية إذا باعها بسعر السوق الجديد هو ٧٦ × ١٠٠ = ٧٦٠٠ دولار. صافي الربح = ٧٦٠٠-٧٤٠٠= ٢٠٠ دولار.

ويتضح من المثال ، أن المضارب استثمر مبلغ ٤٠٠ دولار هي ما دفعه قيمة لحق الخيار في الشراء ، وحقق ربحا قدره ٢٠٠ دولار. وأما في حالة انخفاض أسعار الأسهم فلا ينفذ عملية الشراء ويتحمل خسارة مقدارها ٤٠٠ دولار هي قيمة الخيار فقط . كما يستطيع المضارب بيع حق الخيار بستة دولارات مثلا وعدم شراء الأسهم.

مثال ٢ - شراء خيار شراء / بيع

اشتري س خيار شراء ذهب بورصة دبي للذهب والسلع بالتفاصيل التالي :

سعر الإضراب : ٦٤٠

تاريخ الانقضاء : ٢٠ مارس

العلاوة : ١٠ دولار

الأصل : عقد ذهب آجل ٣٢ أوقية استحقاقه في ٤ ابريل يدفع س علاوة قدرها ٣٢٠ دولار. كمية الأصل التي يحتويها العقد (٣٢ أوقية) x العلاوة (١٠ دولار) .

س له الحق وليس الإلزام في شـراء (في حالة خيار الشـراء) / بيع (فيÕ حالة خيار البيع) عقد ذهب آجل واحد (الأصل) .

بسعر ٦٤٠ دولار/ الأوقية (سعر الإضراب / التنفيذ).

س يمكنه تنفيذ حقه في ٢٠ مارس أو قبله (تاريخ الانقضاء)

مثال ٣ - بيع خيار شراء / بيع

X sells on DGCX gold call/put option with following details :

باع ع خيار شراء/بيع ذهب بورصة دبي للذهب والسلع بالتفاصيل التالية :

سعر الإضراب : ٦٤٠

تاريخ الانقضاء : ٢٠ مارس

العلاوة : ١٠ دولار

الأصل : عقد ذهب آجل ٣٢ أوقية استحقاقه في ٤ ابريل

يستلم ع علاوة قدرها ٣٢٠ دولار. كمية الأصل التي يحتويها العقد (٣٢ أوقية) x العلاوة (١٠ دولار) .

إذا نفذ المشـتري حقه ، يجبر ع على بيع (في حالة خيار الشـراء) / شراء (في حالة خيار البيع) عقد ذهب آجل واحد (الأصل) .

بسعر ٦٤٠ دولار/ الأوقية (سعر الإضراب / التنفيذ).

ع يمكن أن يكلف بالالتزام في ٢٠ مارس أو قبله (تاريخ الانقضاء)

مثال ٤ :

توقع مستثمر ارتفاع القيمة السوقية لسهم ما ومن ثم قام بشراء عقد خيار شراء على ذلك السهم بسعر تنفيذ (٨٠) دولار للسهم الواحد وذلك مقابل مكافأة مالية قدرها (٥) دولار للسهم . يمكن حساب أرباح وخسائر المستثمر عند الأسعار السوقية التالية ٦٥ - ٧٠ - ٧٥ - ٨٠ - ٨٥ - ٩٠ - ٩٥

الحل

أولا / أرباح المشتري في عقد خيار الشراء

السعر السوقي	سعر التنفيذ	المكافأة	الربح / الخسارة
٦٥	٨٠	٥	٥-
٧٠	٨٠	٥	٥-
٧٥	٨٠	٥	٥-
٨٠	٨٠	٥	٥-
٨٥	٨٠	٥	٠
٩٠	٨٠	٥	٥
٩٥	٨٠	٥	١٠

نلاحظ من الجدول السابق أن المستثمر يتحمل خسارة قدرها (٥) دولار وهي مقدار المكافأة عند الأسعار من (٦٥ - ٨٠) ويحقق أرباح مساوية للفرق بين السعر السوقي للسهم وسعر التنفيذ والعلاوة لجميع الأسعار التي تزيد عن (٨٠) وتتزايد هذه الأرباح كلما زاد سعر السوق عن سعر التنفيذ

وبما أن سعر السوق = س , سعر التنفيذ = ت , المكافأة = ك

أي عندما تكون س > ت ينفذ العقد مع طرح (ك)

أي الربح =] (س-ت)- ك [

وعندما تكون س < ت لا ينفذ العقد

أي الربح = - ك " خسارة "

ثانيا / أرباح البائع في عقد خيار الشراء

باستخدام أسعار المثال السابق فان

أرباح البائع في عقد خيار الشراء

سعر السوق	سعر التنفيذ	المكافأة	الربح / الخسارة
٦٥	٨٠	٥	٥
٧٠	٨٠	٥	٥
٧٥	٨٠	٥	٥
٨٠	٨٠	٥	٥
٨٥	٨٠	٥	٠
٩٠	٨٠	٥	٥-
٩٥	٨٠	٥	١٠-

نلاحظ من الجدول أن البائع يحقق أرباح مساوية لقيمة المكافأة عند الأسعار من (٦٥ - ٨٠) ويتحمل خسائر متزايدة عند الأسعار التي تزيد عن (٨٠) دولار للسهم أي عندما تكون

س < ت

فان الربح = ك

وعندما تكون س > ت

فان الربح = -] (س - ت) - ك] " خسائر "

مثال ٥ :

اشـــترى مـســتثمر عـقـد خيار بيع بســـعـر تنفيـذ (٦٠) دولار لـلـسـهـم بعلاوة قـدرهـا (٥) دولار للسـهـم يمـكـن حـسـاب أرباح وخـسـائر المشـتـري عـنـد الأسـعـار الـسـوقـيـة التـاليـة

٤٥ - ٥٠ - ٥٥ - ٦٠ - ٦٥ - ٧٠ - ٧٥

الحل

أولا / أرباح المشـتـري فـي عـقـد خيار البيع

سعر السوق	سعر التنفيذ	المكافأة	الربح / الخسارة
٤٥	٦٠	٥	١٠
٥٠	٦٠	٥	٥
٥٥	٦٠	٥	٠
٦٠	٦٠	٥	٥-
٦٥	٦٠	٥	٥-
٧٠	٦٠	٥	٥-
٧٥	٦٠	٥	٥-

نلاحظ من الجدول أن أرباح المشــتـري تتمثل فـي الفرق بين ســـعـر الســوق وسـعـر التنفيـذ والعلاوة عـنـد الأسـعـار التـي تقل عـن (٥٥) دولار أي تزداد الأرباح كـلـمـا انخفض سـعـر الـسـوق عـن سـعـر التنفيـذ . كـمـا يتحمـل خـسـارة بمـقـدار المكـافـأة عـنـد الأسـعـار من (٥٥ - ٧٥)

أي عـنـدمـا تكـون س < ت ينفـذ العـقـد مـع خـصـم المكـافـأة

أي الربح = (ت - س) - ك

وعـنـدمـا تكـون س > ت لا ينفـذ العـقـد مـع خـسـارة المكـافـأة

الربح = - ك

ثانيا / أرباح البائع في عقد خيار البيع

باستخدام أسعار المثال السابق يمكن توضيح أرباح وخسائر البائع في عقد خيار البيع

سعر السوق	سعر التنفيذ	العلاوة	الربح / الخسارة
٤٥	٦٠	٥	١٠-
٥٠	٦٠	٥	٥-
٥٥	٦٠	٥	٠
٦٠	٦٠	٥	٥
٦٥	٦٠	٥	٥
٧٠	٦٠	٥	٥
٧٥	٦٠	٥	٥

نلاحظ من الجدول أن البائع يتحمل خسائر متزايدة بمقدار الفرق بين سعر السوق وسعر التنفيذ والعلاوة كلما انخفض سعر السوق عن سعر التنفيذ بينما يحقق أرباح بقيمة العلاوة كلما زاد سعر السوق عن سعر التنفيذ

أي عند الأسعار من (٦٠ -٧٥)

أي عندما تكون س < ت فان

الربح = - (ت - س - ك)

وعندما تكون س > ت فان

الربح = ك

مثال ٦:

سيناريو لصفقة يتم على أساسها امتلاك عقد خيار Options . فبهذا المثال يتوقع المستثمر قوة الين مقابل الدولار Buy USD put / JPY call

١٣٣	Strike price	سعر الشراء
6March2002	Expiration date	تاريخ الاستحقاق
JPY pips 70	Premium	القسط (تكلفة العقد)
١٣٣,٨٠	Spot references	سعر السوق الذي اشتق منه عقد الخيار

في هذا المثال نقوم ببيع الدولار وشراء الين USD put / JPY call أو ببساطة USD JPY put أي يعطيك الحق ببيع الدولار وشراء الين على سعر ١٣٣,٠٠. لامتلاكك هذا الحق فأنت تدفع قسط تقدر تكلفته ٧٠ نقطة ين .

في هذا المثال كان سعر السوق الكاش spot يوم الشراء ١٣٣,٨٠. أنت تتوقع عند قيامك بشراء عقد الخيار هذا بأن الدولار سوف يضعف مقابل الين وسينخفض الدولار مقابل الين إلى مادون ١٣٣,٠٠ في الأيام المقبلة .

لنفترض أنه انخفض الدولار مقابل الين كما توقع المستثمر إلى مادون ١٣٣,٠٠ مما يعني أن عقد الخيار يمتلك قيمة حقيقية بسبب انخفاض الين في أسواق الكاش وهي السوق التي تم اشتقاق عقد الخيار منها . لكن في تاريخ الاستحقاق يصل الين إلى سعر ١٣٠,٧٥. للحصول على الربح يقوم المستثمر بتفعيل الحق في بيع الدولار مقابل الين على سعر المبيع Strike price والذي يساوي ١٣٣,٠٠ ليعود ويشتري الين من جديد على سعر أقل وهو ١٣٠,٧٥ وبهذا سيكون سيناريو حساب الربح كما يلي :

١٣٣,٠٠ - ١٣٠,٧٥ - ١٠٠ = ١,٥٥ ين

الربح الصافي = تكلفة العقد - سعر الإغلاق - سعر المبيع

Closing price - Strike price- Premium=Profit

إذا كان سعر أسواق الكاش spot في تاريخ الاستحقاق Expiration date أعلى من سعر المبيع Strike price والذي هو ١٣٣,٠٠ سيكون عقد الخيار Options لا يملك قيمة حقيقية Out of the money وبذلك سيخسر المستثمر تكلفة العقد Premium ولكن الخطورة في هذه الصفقة كانت محدودة فلا يمكن أن يخسر المستثمر أكثر من تكلفة العقد Premium أما الربح فهو غير محدود .

مثال ٧ :

نفترض شركة س. وكان سعر سهمها في أول مايو ٦٧$ وتكلفة السهم على عقد شراء اختياري(٧٠. يوليو) هي ٣,١٥$. ما يدل على أن تاريخ انتهاء العقد هو في ثالث نهار جمعة من شهر يوليو. على سعر تنفيذي ٧٠$. فالسعر الإجمالي للعقد هو ٣,١٥$ ضرب ١٠٠. يساوي ٣١٥$.

في الممارسة العملية. عليك أيضا النظر إلى العمولات وتذكّر بأنّ العقد الاختياري على الأسهم. هو اختيار شراء مئة سهم. وبالتالي للحصول على السعر الإجمالي ، يجب عليك ضرب العقد بـ١٠٠.

السعر التنفيذي على ٧٠$ يعني بأنّ سعر السهم يجب أن يرتفع فوق ال٧٠$. وقبل ذلك لا قيمة لعقد الشراء الاختياري؛ وعلاوة على ذلك . لأن العقد ينص على ٣,١٥$ للسهم الواحد . فسعر التعادل سيكون على ٧٣,١٥$. وعندما يكون سعر السهم على ٦٧$. أي تحت السعر التنفيذي ٧٠$. فهذا يعني بأنّ العقد الاختياري عديم القيمة. ولكن تم دفع ٣١٥ $ لخيار الشراء. فبالتالي أنت حاليا ما زلت خاسراً هذا المبلغ.

بعد ثلاثة أسابيع كان سعر السهم ٧٨ دولارا. وارتفع سعر العقد الاختياري جنبا إلى جنب مع سعر السهم وبلغت قيمته الآن ٨,٢٥ $ × ١٠٠ = ٨٢٥ دولار. اطرح ما دفعته لتحصل على العقد. تصبح أرباحك (٨,٢٥ $ - ٣,١٥ دولار) × ١٠٠ = ٥١٠ دولار.

لقد قمت بمضاعفة أموالك تقريبا في غضون ثلاثة أسابيع فقط! يمكنك أن تبيع عقدك الاختياري الآن ، وغلق الصفقة ، وجني أرباحك - إلا إذا كنت تعتقد أن سعر السهم سيستمر بالارتفاع. في هذا المثال ، دعنا نقول أننا تركنا العقد في السوق. مع انتهاء مدة العقد انخفض السعر إلى ٦٢ دولارا. ولأن هذا السعر هو دون ال ٧٠ دولارا (السعر التنفيذي) ولم يتبق وقت أكثر أصبح العقد الاختياري عديم القيمة. وقد عدنا إلى الاستثمار الأصلي أي ٣١٥$.

وباختصار، هذا هو ما حدث في استثمار عقدنا الاختياري

التاريخ	سعر السهم	سعد العقد الاختياري	قيمة العقد	الربح / الخسارة
١ مايو	٦٧$	٣,١٥$	٣١٥$	٠$
٢١ مايو	٧٨$	٨,٢٥$	٨٢٥$	٥١٠$
تاريخ انتهاء الصلاحية	٦٢$	عديم القيمة	٠$	-٣١٥$

فسعر السهم تباين لمدة هذا العقد من الأعلى إلى الأسفل ب٨٢٥$، والذي كان سيعود بمضاعفة الاستثمار المبدئي، وهذا هو تأثير الرافعة.

المارسة مقابل الخروج من الصفقة: حتى هنا تحدثنا عن العقد الاختياري بوصفها السلطة لبيع أو شراء (الممارسة) سلعة ما، وإن كان صحيحا، في الواقع، جزء كبير من العقود الاختيارية، لا يتم الممارسة بها، ففي مثالنا، بإمكانك الربح بشراء السهم على سعر ٧٠$ وبيعه على سعر ٧٨$، لكسب٨ $ للسهم، وبإمكانك أيضاً الاحتفاظ بالسهم ، مع العلم بأنك كنت قادرا على شرائه بسعر خصم أقل من القيمة الحالية.

القيمة الفعلية والقيمة الوقتية: في هذه المرحلة، من المهم أن نفصّل عملية تسعير العقود الاختيارية، في المثال الذي ذكرناه، ارتفع سعر اختيار الشراء من ٣,١٥$ إلى ٨,١٥$، ويمكن تفسير هذه التقلبات بالقيمة الفعلية والقيمة الوقتية، أساسا، سعر العقد الاختياري يتضمن القيمة الفعلية والقيمة الوقتية، تذكّر بأن القيمة الفعلية هي مقدار المال، والتي تعني مع عقد شراء اختياري، بأن سعر السهم يساوي السعر التنفيذي، أما القيمة الوقتية، فتعني إمكانية ارتفاع قيمة العقد الاختياري.

لذلك، يمكن أن يحسب سعر العقد الاختياري في مثالنا على النحو التالي :

= السعر	القيمة الفعلية	+	القيمة الوقتية
= ٨,٢٥$	٨$	+	٠,٢٥$

أما في الحياة الفعلية، يتم التداول دائما تقريبا بالعقود الاختيارية، فوق قيمتها الفعلية.

الفصل الثالث عشر

مميزات وعيوب
سوق الخيارات

الفصل الثالث عشر

مميزات وعيوب
سوق الخيارات

المحتويات



» المبحث الأول

مميزات الخيارات

تتسم سوق عقود الخيارات بعدة مميزات منها:

١- تحقيق أرباح قد تكون خيالية في بعض الأحيان. فبدلا من شراء ١٠٠ سهم بسعر ٢٠٠٠٠ دولار تستطيع شراء خيار ب٢٠٠٠ دولار وتحصل على ربح قد يفوق ٢٠٠٠ دولار. ولكن يجب أن تضع في حساباتك أيضاً أنك يمكن أن تخسر الـ ٢٠٠ دولار وهذه هي كل المخاطر بالنسبة لك. ولكنها قد تتلاشى إلى ١٠ ٪ من القيمة الكلية. أما في حالة لو انخفضت قيمة السهم من ٢٠ الى ١٠ دولارات فان خسارتك الدفترية ١٠٠٠٠ وبالانتظار ربما طويلا قد يعاود السهم دورته وربما حصلت على ٢٠ دولار لسهمك مرة أخرى.

٢- المستثمر أو المضارب يعرف خسارته الكلية مسبقاً ويعرف ما هي نسبة المخاطرة Risk كما أوضحنا في المثال السابق. فلو أن السهم لم يتجاوز ٢٠ دولار خلال مدة صلاحية الخيارExpiry Date فان المضارب سوف يخسر وبحد أقصى ٢٠٠٠ دولار فقط.

٣- تستطيع حماية استثماراتك بعمل تأمين عليها وذلك بشراء خيار هبوط (Put Option) على الأسهم التي تمتلكها. فلو أنك في المثال السابق عندما اشتريت بعشرين ألف ٢٠٠٠٠ دولار اشتريت أيضاً خيار هبوط Put Option بسعر مضاربة Strike ١٥ $ وانخفضت قيمة السهم إلى ١٠ دولارات فإنك تحصل على ٥٠٠٠ دولار من الخيار تعويضاً لخسارتك أو تبيع السهم بـ ١٥٠٠٠ وتقلص خسارتك.

٤- تستطيع أن تحصل على دخل من أسهمك التي ترغب الاحتفاظ بها طويلاً فتبيع خيار صعود مغطى بسهم Covered Call على الأسهم التي تمتلكها. فلو افترضنا أن لديك سهم شركة وأنت تستثمر على المدى الطويل بإمكانك أن تبيع على السهم خيار صعود مغطى بسهم Covered Call بحيث يكون سعر المضاربة Strike بعيداً جداً عن سعر السهم Out of the money وبهذا تحتفظ بسهمك وفي الوقت نفسه تحصل على دخل من بيع الخيار. وهذا ما يمكن أن يسمى تأجير السهم.وفي حالة أن

أقلع ســهمك وتم شراؤه بسعر مجزي. انتظر وسوف يعاود وتشتريه مرة أخرى بسعر أقل تســتطيع حجز أســهم بملايين الدولارات مقابل خيار بآلاف الدولارات. ويستخدم هــذا النوع من الخيارات لحجز كمية كبيرة لغرض المضاربة من قبل صانعي الســوق والمحترفين.

٥- يســاعدك على شــراء ســهمك المفضل بالســعر الذي ترغبه وإلا فانك تحصل على تعويض مادي إذا ارتفعت قيمة السهم وهذا التعويض المادي مقابل استثمار بسيط وذلك بان تبيع خيار هبوط Selling Puts على السهم الذي ترغب شراؤه. فلو افترضنا أنك تتمنى شراء سهم (ش) الذي تم تداوله بسعر ٥٠ دولار ولكنك ترغب شراؤه بسعر ٤٥ دولار في هذه الحالة تستطيع بيع خيار هبوط Selling Put بسعر مضاربة Strike ٤٥ ولنفترض أن سعر هذا الخيار هو ٢,٢٥ دولار لمدة شهرين. فأمامك أحد احتمالين إما أن تحصل على هذا الســهم بســعر ٤٥ دولار ناقصا مبلغ الخيار الذي استلمته مقدما مطروحا منه الخدمات البنكية. أو أن تحتفظ بقيمة الخيار الذي قبضته عن كل وحدة اشتريتها مكافأة في حالة صعود قيمة السهم.

استعمالات عقود الخيار

تعتبر الخيارات أدوات تداول فريدة من نوعها يمكن استعمالها بأفكار ومقترحات متعددة لأنها أدوات منوعة بشــكل كبير. نذكر بعض الحالات التي تســتعمل فيها الخيارات بشكل فعال :

إدارة مخاطر الأسعار :

من أهم اســتعمالات الخيارات أنها أداة لإدارة مخاطر الأسعار. تنبع فائدتها من ميزاتها التــي تخص الأداء الســعري الخاص. تعــرض المراكز الآجلة المتداول إلى خطر الخســارة الغير محــدودة، وفــي من جهة أخرى توفر له أيضاً فرصة للمكســب غير وحدود.. لكن هذا ليس صحيحاً بالنســبة لمشتري خيار العقد الآجل. على سبيل المثال، تملك س كيلو من الذهب ٦٣٥ دولار/ الأوقية في الســوق الفوري. رغم أن الســعر الآجل الحالي ٦٤٥ دولار. لديه ســوق صاعد لأسعار الذهب لذلك يريد إبقاء مركزه الفوري. من جهة أخرى هو أيضاً مهتم توقعات أخطار الســوق المحتملة. لتقليل هذه الأخطار اشــترى حماية خيار بيع ذهب في بورصة دبي للذهب والسلع بسعر إضراب ٦٤٠ دولار بعلاوة تداول ٥ دولار.

الآن إذا نزل سعر عقد الذهب تحت ١٤٠ دولار، س يمكنه تنفيذ خياره و يبع عقداً أجلاً عند ١٤٠ دولار (سعر الإضراب) . وبذلك يمكنه أن يحمي نفسه ضد أي نزول للسعر الذهب .

تكون معادلته سعر إضراب الخيار ناقص العلاوة المدفوعة يعني ٦٣٥ دولار/الأونصة (٥-١٤٠) . وهكذا يكون س مؤمنا ضد أي خسائر تحت سعر ٦٣٥ دولار. الهدف الأولي للمستثمر هو حماية المركز المشتري للأصل من الانخفاض في أسعار السوق . تكمن أهم فائدة عند شراء خيار البيع مع مركز شراء في السوق الفوري في أن المستثمر يستطيع أن يواصل استمتاعه بمكاسب ارتفاع سعر الأصل المبنية على نظرته المزدهرة للسوق وفي نفس الوقت يتمتع بحماية ضد أي خسائر تحدث من جراء تحرك عكسي في سعر الأصل . تعتبر وكأنها تأمين ضد خطر نزول السعر . العلاوة المدفوعة في الخيار مشابهة للعلاوة المدفوعة في سياسة التأمين . أي نزول في قيمة الأصل ليس مهما خلال فترة حياة الخيار . للمستثمر سعر بيع مضمون للأصل وهو سعر إضراب خيار البيع .

تنوع المحفظة :

يمكن للخيارات أن تكن أدوات ذات قيمة كبيرة في المحفظة . يمكن استعمالها في تقليل خطر المحفظة . لملكية محفظة ذات تنوع اصطناعي . للتحوط ضد مختلف أنواع الأخطار وتحسين العائد الاستثماري . المستثمر الذي يملك محفظة أسهم يمكنه بسهولة تنويع محفظته باستثمار جزء من رأسماله في المعادن الثمينة . بدلا من شراءه تملك الذهب أو الفضة . يمكنه شراء خيار شراء الذي يعطيه حق شراء كمية الذهب أو الفضة المحددة في عقد الخيار . ويحصل على حق تملك الأصل في تاريخ أجل وليس إجباره على ذلك بمجرد توفيره لتكلفة بسيطة تصطلح بالعلاوة . إن الخيارات أدوات مرنة توفر للمستثمرين إمكانية استعمال الإستراتيجيات الاستثمارية المبتكرة لتقليل مجال الخطر في المحفظة . تمثل الخيارات سياسة تأمين ضد نزول لأسعار الأصل أو جني مكاسب عن طريق إستراتيجيات تحدد الخسارة القصوى المعرض إليها المستثمر .

الرفع المالي :

عند تتداول المستثمر في سوق الخيارات . يتمتع ميزة تعرف بالرفع المالي . ويعني ذلك أنه بإمكانه تسيير قيمة كبيرة من الأصول برأسمال صغير . يستطيع المستثمر ان يحصل على مركز خيار بتكلفة أقل بكثير من التي يدفعها إذا أخذ نفس المركز في السوق الفوري

الدخول الإضافي من نفس الأصل :

تفيد الخيارات المستثمرين وتمكنهم من الحصول على دخل إضافي من أصول راكدة غير عملية لديهم . على سبيل المثال ، يملك س كيلو من الذهب الفري اشتراه ب ٦٥٠ دولار/ الأونصة . يمكنه أن يحصل على علاوة بتحريره لخيار مناسب له خارج النقود على حسب نظرته السوقية . فرضا نقول أن س يرى أن سعر الذهب سيتحرك في نفس مستواه ب مدى تقلب منخفض ، عندها يمكنه تحرير خيار شراء ذهب بإشراب ٦٧٠ دولار خارج النقود في بورصة دبي للذهب والسلع بعلاوة ٥ دولار . إذا تحرك الذهب على حسب توقعاته ، خيار الشراء الذي باعه سينقضي معدوم القيمة ، وذلك يمكن س من أخذ العلاوة ١٦٠ دولار (٥ دولار x٣٢) المستلمة عند بيع الخيار . التدفق النقدي الحر الإضافي المحصل عليه يساعد في تخفيف تكاليف احتفاظ الأصل . يمكن لمتداول الذهب الذي يحتفظ بمخازن كبيرة من الذهب استعمال الخيارات لتوليد الدخل مقابل جرد الممتلكات .

مناسبة في كل ظروف السوق :

أعظم فائدة لتداول الخيارات هي أنها مناسبة في أي ظرف من ظروف السوق . الطبيعة المرنة للخيارات تسمح ببناء إستراتيجية مناسبة بدون الالتفاف إلى حقيقة أن السوق يتحرك في الاتجاهين . يمكن استعمال مزيج من مجموع الإستراتيجيات الأساسية (شراء خيار شراء ، راء خيار بيع ، بيع خيار شراء وبيع خيار بيع) أو واحدة منها لابتكار الإستراتيجية المفيدة على حسب الاحتياجات الخاصة و نظرة السوق مثل : الفج التشريد ، الفراشة والفارق .. الخ .

المرونة :

كميزة أخرى في الخيارات أنها توفر بدائل استثمارية إستراتيجية توفر الخيارات أدوات مرنة جداً ، هناك عدة طرق لاستعمال الخيارات لإعادة تعديل أو تقليد مراكز أخرى ، تعرف هذه المراكز بالتحليلية ، لا تتيح الخيارات للمستثمر تداول حركة الأصل فقط بل تداول مرور الوقت وحركة مدى التقلب أيضاً ، الخيارات هي الوحيدة التي توفر الإستراتيجيات البديلة والهامة للاستفادة من كل أنواع الأسواق .

» المبحث الثاني

عيوب الخيارات

رغم ما تتسم به سوق عقود الخيارات من ميزات إلا أنها لا تخلو من اتسامها بالعديد من العيوب منها:

١- مدة صلاحية محدودة Limited Time وهذا يعني انه بانتهاء مدة صلاحية خيار الصعود Call Option دون أن يتجاوز سعر المضاربة Strike تصبح قيمة الخيار صفر.

٢- سرعة تدهور السعر، ففي حالة شراء خيار صعود Call وتنخفض قيمة السهم ، فتسارع انخفاض قيمة الخيار اكبر بكثير من تسارع انخفاض قيمة السهم.

٣- مخاطرة عالية High Risk وكما أن الخيارات ذات مردود خيالي قد يصل أحيانا إلى ٥٠٠٪ وربما أكثر فان نسبة المخاطرة هي ١٠٠٪ وهذه من مساوئ الخيار لأنك في حالة الخيار تفقد كل شيء بانتهاء المدة إذا لم يصبح سعر المضاربة Strike داخل السعر In The Money أما في حالة السهم فهناك أمل أن يستعيد السهم عافيته.

المخاطر

كما هو الحال مع جميع الأوراق المالية ، تداول حرية الاختيار ينطوي على خطر القيمة المتغيرة لحرية الاختيار على مر الزمن. ولكن ، خلافا للأوراق المالية التقليدية ، والعائد من الاحتفاظ بحرية الاختيار يختلف عشوائيا مع قيمة ال underlier وغيرها من العوامل. ولذلك ، فإن المخاطر المرتبطة بالاحتفاظ بحرية الاختيار أكثر تعقيدا من أن تُفهم و يُتنبأ بها.

بصفة عامة ، يمكن يشتق التغيير في قيمة حرية الاختيار من Ito> s lemma على النحو التالي :

$$dC = \Delta dS + \Gamma\frac{dS^2}{2} + \kappa d\sigma + \theta dt$$

حيث الرموز الإغريقية \kappa \theta ! Γ ! Δ هي المعايير القياسية للتغطية hedge parameters من نموذج التقييم لحرية الاختيار، مثل نموذج بلاك وسكولز، و dS ، d\ sigma dt هي وحدة التغيرات في أسعار ال underlier ، وتقلبات الunderlier مع الزمن، على التوالي.

وهكذا، في أي نقطة في الوقت، يمكن للمرء تقدير المخاطر الملازمة للاحتفاظ بحرية الاختيار عن طريق حساب التغطية hedge parameters ومن ثم تقدير التغيير المتوقع في مدخلات النموذج، dS ، d\sigma dt ، بفرض ان التغيرات في القيم صغيرة. هذا الأسلوب يمكن استخدامه بفعالية لفهم وإدارة المخاطر المرتبطة بحرية الاختيار القياسي. على سبيل المثال، عن طريق التعويض و الاحتفاظ بحرية الاختيار في كمية – Δ الأسهم في underlier ، يمكن لتاجر تشكيل محفظة دلتا الحايدة delta neutral portfolio delta neutral portfolio التي يتم تغطيتها من خسارة التغييرات الطفيفة في سعر underlier. في المقابل حساسية السعر لهذه الصيغة لل Π portfolio هي :

$$d\Pi = \Delta dS + \Gamma\frac{dS^2}{2} + \kappa d\sigma + \theta dt = \Gamma\frac{dS^2}{2} + \kappa d\sigma + \theta dt$$

مثال:

حق حرية الاختيار ينتهي في ٩٩ يوما على ١٠٠ سهم من الأسهم س ع ص) المضاربة في البورصة بسعر ٥٠ دولارا، مع س ع ص يتداولون الآن بسعر ٤٨ دولارا. مع تقلبات مستقبلية لصلحية حرية الاختيار تقدر بنحو ٢٥ ٪. والقيمة النظرية لحرية الاختيار هي ١.٨٩ دولار. التغطية hedge parameters ت θ ! κ ! Γ ! Δ هي (٠,٤٣٩ ، ٠,٠٦٣١ ، ٩,٦ ، و-٠,٠٢٢)، على التوالي. نفترض أن في اليوم التالي، س ع ص ترتفع الأسهم ٤٨,٥ دولار و يقع تقلب على ٢٣,٥ ٪. يمكننا حساب القيمة المقدرة للاحتفاظ بحرية الاختيار عن طريق تطبيق معايير التغطية hedge parameters لمدخلات النموذج الجديد على النحو التالي :

$$dC = (0.439 \cdot 0.5) + \left(0.0631 \cdot \frac{0.5^2}{2}\right) + (9.6 \cdot -0.015) + (-0.022 \cdot 1) = 0.0614$$

بموجب هذا، تزيد قيمة حرية الاختيار بمبلغ ٠,٠٦١٤ دولار إلى ١,٩٥١٤ ، وجني أرباح قدره ٦,١٤. علما بأن لdelta neutral portfolio ، حيث كان التاجر قد باع ٤٤ سهم من الأسهم س ع ص كتحوط، فإن خسارة صافية تحت نفس السيناريو تكون ($ ١٥,٨٦).

إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار :

تمثل حقوق الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد.

وأهم هذه الاستراتيجيات:

١- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء

التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين؛ حيث يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم المستثمر شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه، وبذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ وتتم التغطية عن طريق اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية. فإذا كان المستثمر غير متأكد ما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون أقل أو أكبر من سعر التنفيذ، فانه يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بيع الأسهم)، واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق اختيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء)، أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة عن طريق تدنيه الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد.

٢- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع

يتبع حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل العقد عن سعر التنفيذ، وتقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم واتخاذ موقف قصير لحق الاختيار(بمعنى بيع حق اختيار بيع).

ويلجا المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن. وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

٣- التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق الاختيار المزدوجة

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد اختيار شراء وعقد اختيار بيع لنفس الأوراق المالية ليس هذا فحسب. كما يكون تاريخ تنفيذ العقدين واحدا. كذلك تاريخ الانتهاء ويلجا المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا ساد لديه اعتقاد أن الأسهم التي بين يديه قد تتعرض لتغيرات كبيرة في السعر غير أن المستثمر لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغير. كما أن هذه الإستراتيجية تستخدم في المواقف طويلة الأجل ويمكن أيضا استخدامها في المواقف قصيرة الأجل. عندما يشعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل. ويلاحظ أنه كلما طالت الفترة الزمنية التي يظل فيها سعر السهم مستقرا نسبيا فان المحرر هو المستفيد عن طريق حصوله على المكافأة. سواء كان العقد حق اختيار شراء أو حق اختيار بيع. أما إذا زادت حدة التغيرات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل فان المستثمر يحقق خسارة كبيرة في حالة قيامه بتحرير حقي بيع أو شراء معا.

الفصل الرابع عشر

الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية المعاصرة

الفصل الرابع عشر

الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية المعاصرة

المحتويات



» المبحث الأول

الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية المعاصرة من منظور الاقتصاد التقليدي

لعقود الخيارات المالية المعاصرة ـ من وجهة نظر المتعاملين بها ـ آثار اقتصادية ايجابية[٧٠] في الأسواق المالية ، فهي تعد بمثابة تأمين يوفر لمشتريها حماية من مخاطر تقلب أسعار العملات ، أو الأوراق المالية التي يتعامل فيها. كما أنها لا تحرمهم من تحقيق أرباح حينما تصدق توقعاتهم ، لذلك سنعرض هذه الآثار لعقود الخيارات ـ من وجهة نظرهم ـ وذلك على النحو الآتي :

ا) ـ تخفيف حدة التذبذب بقيمة الموجودات الأجنبية[٧١]

يمكن استعمال عقود الخيار ـ من وجهة نظر المتعاملين بها ـ للتخفيف من حدة التذبذب في قيمة الموجودات الأجنبية ، وذلك من خلال قيام المستثمر في العملات الأجنبية ببيع بعض حقوق ممارسة الشراء لجزء من مجوداته الأجنبية ، فإذا ارتفعت أسعار العملات الأجنبية فإن الجزء الآخر المتبقي عنده من مجوداته سترتفع قيمته ، في حين أن مشتري الحقوق سيمارسون حقوقهم في الشراء للجزء المباع ، أما إذا انخفضت أسعار العملات ، فإن قيمة كامل المحفظة ستنخفض ،ولكن العلاوات التي حصل عليها المستثمر لقاء بيع حقوق ممارسة الشراء ستعوض بعض هذه الخسارة.

أما إذا بقيت أسعار العملات كما هي ، فلا شك في أن هذه العلاوات ستزيد من قيمة المردود العام للمحفظة. وبهذا يتضح أن عقود الخيارات في جميع حالات تغير أسعار العملات الأجنبية ارتفاعا أو انخفاضا، وحتى في حالة ثبات أسعارها، أن محررها يحافظ بشكل كبير على قيمة مجوداته من العملات الأجنبية.وهذه تعتبر مزية اقتصادية بالنسبة لهم ، كونها تحافظ على قيمة مجوداتهم من العملات الأجنبية .

٧٠ ـ نقصد بالايجابية : أنها ما تقرها وتبيحها الشريعة الإسلامية

٧١ ـ العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، عوض ، مروان ، ص ١٤٧ ـ ١٤٨

٢) ـ حماية مدفوعات الصادرات والمستوردات

يمكـن للمصدّر الذي يتوقع اسـتلام مبلغ معين من عملة معينة في وقت مسـتقبلي معين ، أن يحمي نفسـه ضد تقلبات أسـعار هذه العملة بعقود الخيـارات ، وذلك من خلال قيامـه بشـراء العدد اللازم من عقود حق ممارسـة البيـع (Buy put option) ، الذي يملك به حـق بيع العملة المعينة بتاريخ اسـتحقاق العقد ، وعلى السـعر المتفق عليه إذا وجد ذلك فـي صالحـه ، أما إذا ارتفعت أسـعار العملة المنـوي بيعها ، فإنه يقوم ببيعها في السـوق وفق الأسـعار المرتفعة السـائدة فيه.وبهذا يكون قد حمى نفسـه من خطر تقلبات أسعار العملات التي سيقبضها مستقبلا ثمنا لصادراته ، وكذلك الحال بالنسبة للمستورد الذي يريد أن يتحوط ضد ارتفاع أسعار العملة المنوي دفعها مستقبلا مقابل مشترياته ، فيمكن له ذلك من خلال شـراء العدد اللازم أيضا من عقود حق ممارسـة الشراء(Buy Call Option)، الذي يملك به كذلك حق شـراء العملة المعينة بتاريخ استحقاق العقد وعلى السعر المثبت فيه إذا وجد ذلك في صالحه .أما إذا انخفض السعر فإنه بالتأكيد سيلجأ إلى السوق لشراء حاجته[٧٢] ، محققا بذلك ربحا ـ وهو الفرق بين سـعر العملة وقت العقد وبين سـعرها عند التنفيذ ـ ومن جهة أخرى حمى نفسه من خطر تقلبات سعر العملة التي كان سيدفعها ثمنا لوارداته.

٣) ـ المساهمة في إيجاد أسواق دائمة ومستمرة

يـرى المتعاملـون بالخيارات المالية المعاصرة أن هذه العقود يمكن أن تسـاهم في إيجاد أسـواق دائمة.وذلك لوجود عدد كاف من المتعاملين يكونون على استعداد للبيع والشراء في أي وقت وكذلك السماح بالبيع على المكشوف، كون البائع يستطيع إبرام صفقة غير موجودة عنده وقت التعاقد ، وذلك اعتمادا على استطاعته في الحصول عليها فيما بعد بفضل السوق المستمرة[٧٣].

٤)ـ الاستخدام الأكثر كفاءة للموارد المالية

يرى المتعاملون بالخيارات المالية المعاصرة أن بها اسـتخداما أكثر كفاءة للموارد المالية . إذ يسـتطيع من يمتلك (١٠٠٠) دولار مثلا أن يتصرف في أسـواق المال ، وكأنه يمتلك أكثر من ذلك بكثير، إذ يشتري الخيار بدلا من السهم ذاته ، فيستفيد من ارتفاع أو انخفاض الأسعار بمقدار ربما يزيد على من يمتلك الأسهم[٧٤].

---

٧٢ ـ العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، عوض ، مروان ، ص ١٤٧
٧٣ ـ البورصة ، كاظم ، مراد ، ص٩
٧٤ ـ الأسواق المالية ، القري ، محمد علي ، محمد علي ص١٦١١

٥) ـ اكتساب الوقت اللازم لاتخاذ قرار ممارسة العقود الاستثمارية أو عدمه

أن أي مستثمر من صالحه أن تتوفر له فرصة تعطيه وقتا كافيا لدراسة كفاءة الصفقة من عدمها . وعليه فإن المتعاملين بالخيارات المالية المعاصرة يرون أن عقود الخيارات المالية تعطيهم هذه الفرصة . وذلك من خلال شراءه لعقود الخيار . كونه لا يدفع من قيمة الصفقة إلا ثمن الخيار[٧٥]. وبهذا يكسب وقتا كافيا .لكي يتخذ القرار المناسب في تنفيذ صفقته بالفعل .

٦) ـ انخفاض نسبة المخاطر في الأسواق المالية

يكتنف الاستثمار في أسواق المال مخاطر تجارية . نتيجة تقلبات الأسعار وتأثر مزاج المستثمرين الآخرين بما يحدث في عالم السياسة والاقتصاد . ونظرا أن قرارات الاستثمار في أسواق المال معتمدة اعتمادا شبه كلي على التوقعات حول المستقبل . لا بد أن يؤدي أي حدث يعتقد أنه سيؤثر على الوضع الاقتصادي إلى التأثر على اتجاهات السوق . وعليه ومن أجل ذلك يحتاج المستثمرون إلى طريقة تشبه صيغة التأمين تقلل من نسبة المخاطر نتيجة عدم تحقق توقعاتهم التي بنوا عليها قرارات استثماراتهم . والخيارات ـ حسب رأيهم ـ تنهض بهذه الوظيفة في الأسواق المالية[٧٦].

---

٧٥ ـ عقود خيارات أسهم السوق الثانوي ـ منتديات مال وأعمال 5663www.malwa -17php.showthread/vb / net.mal 3

٧٦ ـ نحو سوق مالية إسلامي . القري . محمد علي . ص٢٠

» المبحث الثاني

الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي

بعد الاستعراض لآثار عقود الخيارات المالية المعاصرة ـ حسب ما يرى مؤيدوهـ لابد من تقييمها إسلاميا ، وذلك لمعرفة هذه الآثار هل هي حقا ايجابية أم لا ؟ وذلك من خلال النظر في باعثها ومآلها ، وعليه فإذا كانت مما تبيحها الشريعة وتقرها ، فتكون معتبرة شرعا ، وإلا فلا ، وتوضيح ذلك بما يلي :

بنظرة فاحصة إلى هذه الآثار يتبين لنا أن الباعث عليها ابتداء هو الربح السريع ـ القائم على المضاربة على فروق الأسعار، وإن اختلفت المسميات ، فالقصد والغاية منها هو الحصول على أكبر قدر ممكنَ من الربح وبأسرع وقت ، وبأقل مخاطرة ، ومن المعلوم أن هذا الربح هو لطرف دون آخر، وهذا من الظلم الذي ترفضه الشريعة السمحة ، ووجه الظلم حرمان أحد طرفي العقد منه نهائيا ، ومن المعلوم أن كافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا غايتها تحقيق مصالح متبادلة للطرفين ، وشبه متوازنة من حيث الربح والخسارة حتى ولو خسر أحدهم وربح الآخر، لذلك فإن هذه العقود دائما فيها طرف رابح وطرف خاسر لذلك فإن هذا العقد الذي يترتب على انتفاع أحد طرفيه مضرة الطرف الآخر هو مخالف لكافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا ، ولا يشبه في ذلك أو لا يماثله من كل وجه سوى ما كان على سبيل القمار، فالباعث إذن هو المضاربة على فروق الأسعار ، وأما مآل هذه العقود فيتمثل فيما تسببه هذه العقود من آثار سلبية ، تعود على الأسواق المالية بشكل عام بالضرر والخطر ، ولإثبات هذا التقييم نبين الآثار الاقتصادية السلبية التي تحدثها هذه العقود في الأسواق المالية ،وبيان هذه الآثار على النحو الآتي :

1) ـ عقود الخيار وسيلة للتلاعب بالأسعار

إذا لجأ أحد كبار التجار إلى البيع على المكشوف حينما يتوقع انخفاض الأسعار، فإن غيره من التجار غالبا ما يحاكونه في هذا السلوك باعتباره قائدا في السوق ، الأمر الذي يترتب عليه أن تتجه الأسعار إلى الهبوط ، وبالرغم من ذلك ولأن التاجر يتوجس خيفة من تقلبات

السـوق وتغيـر اتجاهات الأسـعار، فإنه يلجأ إلى بيـع عقـود الخيارات، وبأسـعار زهيدة يغري المشـترين علـى الشـراء رغم أنه غير راغب في تسـليم الأوراق في مثل هذه الظروف، كونه لن يطالبه أحد بتسـليم الأوراق ما لم يرتفع سـعرها.وهكذا يتلاعب محرر الخيار بالأسـعار حسـب مصلحته[٧٧].من خلال إصداره عقودا من الخيارات هي في الأصل وهمية ليس لها أي قيمة اقتصادية في ذاتها لأن قيمتها تسـتمدها من القيمة السـوقية لمادة الخيار- التي غالبا لا يكون بنية صاحبها تسـليمها عند تحريره لعقد الخيار- وليس من قيمتها الذاتية، إذن فقصد المحرر ليس البيع الحقيقي، إنما قصده إيهام التجار بانخفاض الأسـعار ليغريهم بشـراء تلك الأوراق المالية محل العقد، والموجود في السوق المالي على أمل ارتفاع أسعارها. مـما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها فترتفع أسـعارها، ليحقـق بغيته من الربح بأقصر الطرق وبأقل مخاطرة، وبالتالي ألا يعد هذا ضرب من ضروب التلاعب بالأسعار.

٢) - عقود الخيارات لا تحقق مصلحة المتعاقدين المتبادلة

إن كافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا غايتها تحقيق مصالح متبادلة للطرفين، وشـبه متوازنة من حيث الربح والخسـارة حتى ولو خسر أحدهم وربح الآخر، ولكنّ الأمر في عقود الخيارات مختلف تماما، حيث أن كل مكسـب يحققه أحد طرفي العقد يمثل خسـارة للطرف الآخر، وبمعنى آخر فإن مكسب مشتري الخيار هو ذاته خسارة بائعه، والمكسب الذي يحققه بائع الخيار هو ذاته خسـارة المشـتري، لذلك فالعقد الذي يترتـب عليه انتفاع أحد طرفيه مضرة الطرف الآخر،يكون مخالفا لكافة العقود المتعارف عليها شـرعا وقانونا، ولا يشبهه في ذلك أو يماثله من كل وجه سوى ما كان على سبيل القمار[٧٨].

٣) - التأثير السلبي لعقود الخيارات على توزيع الثروة

مـن خلال النظر فيمـا تحدثه عقود الخيارات في الأسـواق المالية من تقلبات للأسـعار، يسـتفيد منها طرف دون آخر، يكون له تأثير سلبي على توزيع الثروة بين الأفراد ،ويتمثل هذا التأثير بما يلي :

أ) - المكاسب في عقود الخيارات تمثل الخسارة

سـبق وأن بينا أن مكسـب مشتري عقد الخيار هو ذاته خسـارة بائعه، ومكسب البائع هو ذاته خسـارة المشـتري، وهذا يعني أن هناك دائما سيكون رابح، وآخر خاسر، وهذا بدوره يؤثر سـلبا على نمط توزيع الثروة بين الأفراد، حيث سـتتركز الثروة فـي أيدي الفئة الرابحة من هذه العقود، وهم كبار المضاربين، وبالطبع يكون بمقدور هؤلاء الكبار تدوير هذه الأموال

٧٧ ـ أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، رضوان: سمير، ص ٢٢١
٧٨ ـ أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، رضوان: سمير، ص٤٥١

لصالحهم من خلال تأثيرهم على الأسعار وتلاعبهم بها ، وبهذا التدوير لأموال ضخمة من قبل كبار المتعاملين ، سيؤدي إلى انحسار الثروة بأيديهم ، ومن ثم إلى إفلاس الآخرين وهم القاعدة الأكثر اتساعا .

ب) ـ عقود الخيارات سبب في رواج المضاربة في السوق المالي

إن من دوافع المستثمرين في عقود الخيارات المضاربة على فروق الأسعار سعيا لتحقيق الأرباح العالية ، وذلك من خلال سعيهم للاستفادة من التغييرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا[٧٩]، وبهذا الرواج للمضاربة في السوق المالي ، سيؤدي إلى تداول أموال ضخمة بين المتعاملين طمعا في تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح ، وعندها يستطيع كبار المضاربين تدوير هذه الأموال لصالحهم من خلال تأثيرهم على الأسعار وتلاعبهم بها ، وذلك من خلال إصدارهم عقود خيارات بيع أوراق مالية كبيرة يملكونها بأسعار زهيدة ، مما يدفع صغار المتعاملين للاقتداء بهم فيعمدون إلى شراء تلك الأوراق المالية محل العقد ، والموجود في السوق المالي على أمل ارتفاع أسعارها ، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها فترتفع أسعارها ، وبهذا التدوير لتلك الأموال الضخمة من قبل كبار المتعاملين ، سيؤدي إلى إفلاس صغار المتعاملين الذين هم القاعدة الأكثر اتساعا[٨٠].

٤) ـ عقود الخيارات وأثرها السلبي على الإنتاج

إن لعقود الخيارات أثرا سلبيا على الإنتاج ، ويتجلى هذا من خلال استخدام المستثمرين لها كأداة تحوطية تحميهم من مخاطر تقلبات الأسعار ، وهذا يعني أن هذه العقود أصبحت أداة مشجعة لأصحاب الأموال ، تدفعهم إلى توجيه أموالهم للاستثمار في السوق المالي «البورصة » مادام أن هذه العقود تحميهم من الخسائر ، ولا تحرمهم في ذات الوقت من تحقيق الإرباح حينما تصدق توقعاتهم ، وبهذا إبعاد لكثير من أصحاب رؤوس الأموال عن القيام بالعمليات الإنتاجية الحقيقية التي يتطلبها المجتمع من صناعة وزراعة وتعدين ٠٠٠ الخ ، وتجعلهم في انتظار فرص قنص الربح التي قد تسنح لهم من خلال تغيرات الأسعار، ومما يزيد الأمر سوءا إذا صحت توقعاتهم وربحوا ازدادوا تعلقا بها « المضاربة » ، الأمر الذي يجعل من دوران رؤوس أموال هؤلاء الأفراد بعيدا كل البعد عن دورة النشاط الاقتصادي .

وخلاصة القول: أن الفرص التي قد تتوفر للمضاربين تتطلب أحيانا أموالا جاهزة لاغتنامها وهذا يعني أن من يمتهن المضاربة سيجنب أمواله السائلة أو جزءا منها ولن يستخدمها انتظارا لاقتناص فرص التربح ، بل ولن يسمح للآخرين باستخدامها في الإنتاج[٨١].

٧٩ ـ أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، محي الدين ، احمد محي الدين احمد ، ص ٤٨٤ .
٨٠ ـ أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، رضوان: سمير، ص٢٥٢
٨١ ـ الأسواق المالية ، محي الدين ، احمد ص٤١٨ بتصرف

٦) ـ عقود الخيارات تتعارض مع قاعدة العدل

الأصل في عقود المعاوضات جميعها هو العدل ، وعقود الخيارات ليست كذلك ، إنما هي ظلم لأحد العاقدين ، ويكمن هذا الظلم في إعطاء أحدهما فرصة تحقيق الربح على حساب الطرف الآخر ، وذلك من خلال ما تمنحه هذه العقود للمستثمرين من فرصة استشراف أسعار الأوراق المالية ،ومن ثم مقارنتها بأسعار التعاقد ، ليقرر بعدها هل ينفذ العقد أم يفسخه ، وهل يستزيد من البيع أو الشراء أم يكتفي بالكمية المتعاقد عليها ، والنتائج التي ستترتب على هذه المناورات الاستطلاعية ستصب في صالح طرف دون آخر ، وهذا كله مناقض ومناف لقاعدة العدل التي رعتها الشريعة لكافة عقود التبادل ، وهذا ظلم وجور قد نهى عنه الشرع[٨٢].

بعد هذا الاستعراض لهذه الآثار السلبية نستطيع القول : أن عقود الخيارات المالية المتداولة في الأسواق المالية بصورتها الحالية ، ليس لها قيمة اقتصادية حقيقية في ذاتها ، وبالتالي فإن جميع الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية التي يروج لها المستثمرون، ليست آثارا اقتصادية معتبرة شرعا ، إنما هي آثار وهمية يستدرج بها أصحاب الأموال ليضخوا أموالهم في السوق ، ليقنصها منهم المضاربون على فروق الأسعار،ودليل هذا أن الواقع قد اثبت أن ما نسبته ٩٨٪ من هذه العقود لا يجري تنفيذها ، وهذا دليل آخر يثبت أن هذه العقود ليس قيمة اقتصادية واضحة[٨٣].

٨٢ - أسواق الأوراق المالية ـ رضوان ، سمير ، ٣٦٢ ، بتصرف

٨٣ ـ العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية ، الاسلامبولي : أحمد محمد ، ص ٧٨ بتصرف

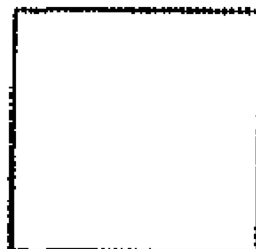
الفصل الخامس عشر

حكم الشرع في عقود الخيارات

الفصل الخامس عشر

حكم الشرع في عقود الخيارات

المحتويات



عقود الخيارات أو الاختيارات من المعاملات التي تميز الأسواق الآجلة عن الأسواق العاجلة. والخيارات هنا ليست هي الخيارات المعروفة في الفقه الإسلامي التي تعطي الحق في إمضاء البيع أو فسخه، وإنما هي عقود يشتري المتعامل بموجبها ، حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة عند سعر معين هو السعر الحالي خلال مدة معينة ، أو يشتري حق بيع عدد محدد من أسهم شركة معينة عند سعر معين هو السعر الحالي ، ويدفع ثمنا لهذا الحق .

كما عرّفه مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة بأنه :
"الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف ، أو شرائه بسعر محدد ، خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين ، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين ".

وقد عقبت اللجنة الدائمة للإفتاء على ما ورد في تقرير مؤسسة النقد بشأن عقد الخيار بقولها :

أولا : العقد على دفع ثمن لحق الخيار في الشراء أو البيع ، قد يقال إنه عقد باطل ؛ لكونه دفع في غير مقابل متقوم .

ثانيا : في شراء المضارب حق الخيار ، مخاطرة بما يدفعه قيمة لحق الخيار ؛ لأنه لا يرجع إليه على كل حال . بل إما أن يخسره أن ترك شراء الأسهم في المدة المحددة لانخفاض الأسهم قدر ما دفعه حقا للخيار أو أكثر ، وإما أن يحسم من الربح إذا ارتفع سعر الأسهم في المدة المحددة للخيار . فمستقبل السعر مجهول ورهين بأيدي جماعة لها شأنها في خفضه ورفعه ، وفيه مخاطرة قد تأتي على رأس مال المضارب، إذا كان لا يملك إلا ما دفعه قيمة لحق الخيار ».

كما اتخذ مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة قرارا في دورته السابعة في عام ١٤١٢هـ يقضي بحرمة عقود الخيارات جاء فيه:

« أن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية - هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا، ولا منفعة

، ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعا ، وبما أن هذه لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها ».

تعطيك عقود الخيارات الحق ولكن ليس الالتزام للقيام بشراء أو بيع أصل (سلعة، عملة، مؤشر) على سعر محدد في تاريخ محدد.

وفي الإجمال: انقسم الفقهاء المعاصرون في موقفهم من هذه العقود إلى فريقين:

- فريق يرى أن فيها رهاناً أو غرراً أو ربا.

- وفريق يرون إباحتها وأدلتهم على ذلك لا تخلو من كلف وتطويع للنصوص للوصول إلى الإباحة.

وبالتأمل يُلاحظ أن هذه العقود تتألف من عمليات عقود صورية؛ لا يراد منها الاستثمار الحقيقي.

فالمراهنة (المضاربة) على صعود الأسعار أو هبوطها، وعدم تقابض البدلين، والاكتفاء بتقابض فروق الأسعار، وتحويل المصافق (البورصات) من أسواق منتجة إلى مجرد نوادٍ (كازينوهات) للقمار؛ ما يؤدي إلى زيادة في التقلبات التي تحاول البنوك تجنب مخاطرها.

وقد برزت هذه العقود في إحدى الإدارات الحديثة للبنوك، ألا وهي إدارة المخاطر.

عقود الخيارات المعاصرة عقود حديثة تماماً، ولا عهد للفقهاء القدامى بها على الشكل الذي سبق بيانه . إلا أنه قد اختلفت الآراء الفقهية حول تكييف هذه العقود شرعاً، وما إذا كانت تدخل في دائرة العقود الشرعية المسماة أم لا، ومن حيث جواز التعامل بها أم لا، وذلك على رأيين:

الرأي الأول: منع التعامل بها.

الرأي الثاني: أجاز التعامل بها كأداة استثمارية في أسواق المال.

وكلٌّ له أدلته كما سنرى في البحثين التاليين.

» المبحث الأول

الرأي الخاص بعدم جوازها شرعاً

استدل الفريق الأول على عدم جواز التعامل بالخيارات المالية المعاصرة بجملة من الأدلة نجملها فيما يلي:

أولاً: انطواء عقود الخيارات على بيع الإنسان ما ليس عنده وبيع ما لا يملك:

بالنظر إلى ماهية تنفيذ عمليات عقود الخيارات في البورصة، يتبين لنا أن غالبيتها تتم على المكشوف، بمعنى أن البائع لا يمتلك المعقود عليه (الأوراق المالية) التي يبيعها، بل لا ينظر إلى وجودها أصلاً، إنما يكفيه إمكانية الحصول عليها عند التنفيذ، وعليه فهو عقد أو اتفاق بين طرفين، يتعهد أو يلتزم فيه أحدهما ببيع سلعة معينة أو شرائها في المستقبل مقابل مبلغ معين يدفع عند التعاقد، إذن فهو يبيع شيئاً لم يكن يملكه عند التعاقد، وبهذا فإن عمليات عقود الخيارات في البورصة تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده، كون المعقود عليه ليس موجوداً لدى البائع عند إنشاء العقد.

مناقشة الدليل:

بالنظر إلى كيفية تصفية عمليات عقود الخيارات نجد أنها غالباً تتم على ما لا يملكه صاحب الخيار؛ لأن مشتري الخيار أصلاً لا يهدف إلى تسليم السلعة محل الخيار، إنما الهدف كله هو تحقيق أقصى ربح ممكن من جراء الفروق بين الأسعار، وهذا يعني أن أغلبها تتم على المكشوف، بمعنى أن البائع لا يمتلك الأوراق المالية التي يبيعها، وإنما يدخل السوق مضارباً على الهبوط متوقعاً انخفاض السعر في تاريخ التصفية، وأنه سيكون بوسعه حينئذ أن يشتري ذات الكمية من الأوراق التي سبق له التعاقد على بيعها، بسعر أقل من السعر الذي باع به محققاً بذلك هامشاً من الربح، يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، ومن هنا يمكن تكييف هذا البيع بهذه الصورة: «ببيع الإنسان ما ليس عنده، وببيع الإنسان ما لا يملكه».

أما كونه ينطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده: فلأن المعقود عليه لم يكن عند إنشاء العقد عند البائع، ولا يعد الشيء موجوداً أن كان محتمل الوجود أو لم يكن موجوداً يقيناً.

وأما كونه ينطوي على بيع الإنسان ما لا يملكه: فلأن البائع باع ما لم يكن في ملكه، إذن حقيقة عقود الخيار أنها بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع ما اشتراه قبل قبضه؛ أي ما لا يملكه. إذن من كل ما تقدم نقول: أن البيوع الخيارية الشرطية في أسواق الأوراق المالية تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع ما لا يملكه.

وأما حكم بيع الإنسان ما ليس عنده أو بيع ما لا يملكه؛ فقد بين الفقهاء أن من شروط صحة عقد البيع: أن يكون محل العقد (المعقود عليه) موجوداً وقت العقد، أو قابلاً للوجود، وعليه فإذا لم يكن موجوداً فالعقد باطل، حتى ولو كان المعقود عليه محتمل الوجود أو محقق الوجود في المستقبل. وقد ورد النهي عن ذلك كله: عن حكيم بن حزام قال: يا رسول الله، يأتيني الرجل يسألني البيع لما ليس عندي؛ فأبيعه منه ثم ابتاعه من السوق؟ فقال: (لا تبع ما ليس عندك). وعلة ذلك الغرر، وبيع الغرر قد ورد النهي عنه؛ ففي الحديث الصحيح: نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن الغرر. وأما بيع الإنسان ما لا يملكه، فقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم. وعليه فقد أجمع الفقهاء على عدم جواز بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع الإنسان ما لا يملكه.

ثانياً: تعارض عقود الخيارات مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط:

شرعت الخيارات بشكل عام إما ضماناً لرضا العاقدين، أو حفظاً لمصلحتهما، أو دفعاً للضرر الذي قد يلحق أحد العاقدين؛ فهي إذن مشروعة للضرورة والحاجة إليها. قال صلى الله عليه وسلم -للذي كان يخدع في البيوع-: (إذا بايعت فقل: لا خلابة). ولا غرابة في هذا فشريعتنا الإسلامية شريعة ربانية تقوم على العدل، والعدل فيها أساس قوي لجميع أحكام المعاملات المالية. قال ابن القيم: «فإنَّ الشَّريعَةَ مَبْناها وأسَاسُهَا على الحِكَمِ، ومَصالِحِ العِبَادِ، في المَعاشِ والمَعَادِ، وهيَ عَدْلٌ كُلُّها، ورَحْمَةٌ كُلُّها، ومَصالِحُ كُلُّها، وحِكْمَةٌ كُلُّها؛ فَكُلُّ مَسْألَةٍ خَرَجَتْ عَن العَدْلِ إلى الجَوْرِ، وَعَن الرَّحْمَةِ إلى ضِدِّهَا، وَعَن المَصْلَحَةِ إلى المَفْسَدَةِ، وَعَن الحِكْمَةِ إلى العبثِ؛ فَلَيْسَتْ مِن الشَّرِيعَةِ». وقد بين العلماء جملة من الحكم لمشروعية خيار الشرط نذكرها لإتمام الفائدة:

١. الاستيثاق من الرضا والتأكد من وجوده؛ لأنه الأصل الذي تبنى عليه العقود، وهو مناط حل الأموال وأنواع التجارات كلها. قال تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلاَّ أن تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلا تَقْتُلُوا أَنفُسَكُمْ أن اللَّه كَانَ بِكُمْ رَحِيماً) النساء/٢٩. بل هو وسيلة إلى كمال الرضا بالعقد والتأكد من إنشائه على أساس صحيح.

٢. إتاحة فرصة التروي والتحري للمتعاقدين، فضلاً عن مراجعة كل منهما نفسه ومشاورته في إمضاء العقد أو عدم إمضائه؛ حيث أن العقد قد يقع من أحدهما من غير تروٍّ ولا نظر في القيمة، وعليه اقتضت محاسن الشريعة الكاملة أن يكون للعقد فترة يتروى فيها العاقدان ويعيدان فيها النظر ليستدركا ما فاتهما، وبهذا نشر للعدل، ورد للحقوق إلى أصحابها.

٣. ضمان استقرار العقود والمعاملات بين الناس، وذلك بدفع المفسدة عن أطراف التبادل والحيلولة بينهم وبين المنازعات والخصومات.

٤. تنشيط الحركة الاقتصادية في المجتمع الإسلامي، خاصة عندما يعلم المتعاقد أن هناك تشريعاً يضمن له سلامة المبيع فيما لو ظهر معيباً.

وعليه فهل عقود الخيارات المعاصرة تحقق مقاصد الشرع من إباحة خيار الشرط، أم أنها تتعارض مع المقصود الذي شرع خيار الشرط من أجله؟ أن الناظر في عمليات عقود الخيارات التي يتعامل بها المستثمرون في الأسواق المالية (البورصة) يجد أن كلاً من البائع والمشتري ليس له قصد من تعامله بهذه العقود إلا تحقيق أكبر ربح ممكن، وذلك من خلال المراهنة على فروق الأسعار وتغيرها، حتى أن هذه العقود تعطي الحق للمشتري أو البائع في طلب المزيد من السلعة المشتراة أو المباعة إذا رأى أحدهم أن ذلك يحقق مكاسب له. إذن فهذه العقود هي طريقة لتحديد المستفيد من المتعاملين فيها هل هو بائع أم مشتر، وكل هذا متعارض مع قصد الشارع من إباحته لخيار الشرط.

مناقشة الدليل:

لم يشرع خيار الشرط لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة، أم لا تكون لصالحه فيفسخ العقد. فالشارع لم يقصد ذلك مطلقاً، وقصد الشارع هو المعتبر، وعليه يجب أن يكون قصد المكلف من العمل موافقاً لقصد الشارع.

قال الشاطبي: «قصد الشارع من المكلف أن يكون قصده من العمل موافقاً لقصده في التشريع». وقال كذلك: «كل من ابتغى في تكاليف الشريعة غير ما شُرعت له فقد ناقض الشريعة، وكل من ناقضها فعمله في المناقضة باطل. أما أن العمل المناقض باطل فظاهر، فإن المشروعات إنما وضعت لتحصيل المصالح ودرء المفاسد، فإذا خولفت لم يكن في تلك الأفعال التي خولف بها جلب مصلحة ولا درء مفسدة».

ومخالفة عقود الخيارات لماهية عقد خيار الشرط في الفقه الإسلامي تتضح فيما يلي:

١. من حيث محل العقد (المعقود عليه):

محل العقد في الفقه الإسلامي هو المال؛ أي العين المحسوسة أو المنافع، أو حق مالي، وعليه فإن المعقود عليه في خيار الشرط يقع على المبيع؛ أي على عين السلعة ذاتها، أو عين المنفعة، وهذا بخلاف ما عليه الخيارات المالية المعاصرة، فالمعقود عليه هو «حق مجرد لشراء أو بيع، والسلعة المذكورة إنما هي رمز». إذن فهو حق معنوي وليس حقاً عينياً أو منفعة أو خدمة، كونه غير متعلق بعقار أو نحوه من الأشياء المادية، بل هو حسم لإرادة ومشيئة، وليست سلعة في الغالب؛ «إذ لا ينظر إلى وجودها بصورة معينة، فيكفي أن يمكّن الحصول عليها عند التنفيذ» وبهذا يتضح أن المعقود عليه ليس فيه معنى المال؛ إذ ليس له تعلق ذاتي أو عين بما يطلق عليه مال، إنما هو الخيار نفسه الذي يعطي مشتريه الحق في بيع أو شراء سلعة.

٢. من حيث وجود المعقود عليه:

إن المعقود عليه في خيار الشرط في الفقه الإسلامي يشترط فيه أن يكون موجوداً، ومقدوراً على تسليمه، وهذا الشرط مفقود في الخيارات المالية المعاصرة؛ فالمعقود عليه غير موجود غالباً، كخيار الشراء على المكشوف؛ حيث أن المحرر حين حرر خيار الشراء لم يكن يملك الأوراق المالية أو السلع أو العملات التي التزم ببيعها، إنما حرر عليها الخيار وبنيته أن يقوم بشرائها من السوق وتسليمها للمشتري، عندما يقرر مشتري الخيار ممارسة حقه في الخيار.

٣. مالية المعقود عليه من حيث الثمن:

الثمن الذي يدفع في خيار الشرط كعربون، مختلف كلياً عن العوض الذي يدفع في الخيارات المالية المعاصرة، وهذا الاختلاف يمكن حصره في الوجوه التالية:

٦. من حيث التصرف في المعقود عليه زمن الخيار:

خيار الشرط في الفقه الإسلامي إما للبائع وإما للمشتري: فإن كان الخيار للبائع؛ فلا يخرج المبيع عن ملكه، وهنا ليس للمشتري حق التصرف في المبيع، حتى ولو قبضه المشتري وهلك في يده في زمن الخيار؛ فعليه قيمته لأنه لم ينفذ البيع؛ لأنه لا نفاذ للتصرف بدون ملك. وإن كان الخيار للمشتري؛ فالمبيع يخرج من ملك البائع ويدخل في ملك المشتري، ويصح تصرفه. وأما أن كان الخيار لهما، فملكه للبائع وضمانه عليه[٣٨]، ويكون له حق التصرف هو والمشتري أن أذن له، ويسقط خياره في هذه الحالة.

أما بالنسبة لتصرفات المتعاملين في عقود الخيارات المالية المعاصرة؛ فإن تصرفاتهم بالمعقود عليه مطلقة لا قيد عليها ولا شرط، لا في حالة البيع ولا في حالة الشراء؛ لأن عقد الخيار لا يعني ضرورة قيام المشتري بتسليم المعقود عليه إلى المحرر مهما انخفض سعره في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المتفق عليه؛ كون محرر الخيار حينئذ يقوم بدفع الفرق بين سعر التعاقد والسعر السائد في لحظة تنفيذ العقد إلى مشتري الخيار وينتهي الأمر. وهذا يعني أن مشتري حق الخيار بإمكانه التصرف في المعقود عليه قبل التاريخ المحدد للتنفيذ، وإذا ما حلّ ذلك التاريخ، وأصر محرر الخيار على استلام المعقود عليه -وهو أمر غير متوقع غالباً في مثل هذه العقود- فيمكن للمستثمر أن يشتري الكمية المتعاقد عليها من السوق ويسلمه إياها، ولا يخفى هنا إذا كان سعر السوق وقت التنفيذ يفوق السعر المتفق عليه، فلن يكون هناك تسليم أساساً؛ لأن المستثمر لن يقوم أصلاً بتنفيذ الاتفاق.

وهذا يعني أن الخيار يبقى يتداول من تاريخ العقد حتى وقت التنفيذ من قبل المستثمرين، وعليه لا يترتب أي أثر على تصرفهما بالمعقود عليه بعد إبرام العقد، من حيث الصحة أو البطلان، لأي تصرف من تصرفاتهما بالمعقود عليه.

بهذه الفروق الجوهريّة تتضح حقيقة الاختلاف بين خيار الشرط في الفقه الإسلامي، وبين الخيارات المعاصرة، وعليه لا يمكن إلحاق عقود الخيارات المعاصرة بخيار الشرط؛ وبالتالي فإنها تتعارض مع مقصود الشارع من إباحة خيار الشرط.

ثالثاً: تعارض الخيارات مع قاعدة العدل:

الأصل في العقود جميعها العدل، به بعث الرسل، وبه أنزلت الكتب، قال تعالى: (لَقَدْ أَرْسَلْنَا رُسُلَنَا بِالْبَيِّنَاتِ وَأَنْزَلْنَا مَعَهُمُ الْكِتَابَ وَالْمِيزَانَ لِيَقُومَ النَّاسُ بِالْقِسْطِ وَأَنْزَلْنَا الْحَدِيدَ

فِيهِ بَأْسٌ شَدِيدٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَلِيَعْلَمَ اللَّهُ مَنْ يَنْصُرُهُ وَرُسُلَهُ بِالْغَيْبِ أن اللَّهَ قَوِيٌّ عَزِيزٌ) الحديد/٢٥ . ووجه عدم العدل في عقود الخيارات يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأنْ يحقق أرباحاً على حساب المتعاقد الآخر وذلك بعد معرفته لمستوى الأسعار الحالية، ومقارنته بينهما وبين أسعار التعاقد فيختار التنفيذ من عدم التنفيذ. وبهذه الفرصة التي أعطته إياها عقود الخيارات يستطيع أن يحصل على الربح أو أن يقلل خسارته. وكل هذا لا يكون إلا على حساب من لا يملك الخيار، ولا شك أن هذا ظلم وزور.

مناقشة الدليل:

العدل المطلوب في البيع هو أن يكون كلٌّ من طرفي التبادل غانماً، وذلك بحصوله على العوض المعادل لما حصل عليه الآخر. وهذا غير متحقق في عقود الخيارات المعاصرة فهي عمليات يكون كل واحد من المتعاقدين: إما غانماً أو غارماً؛ بمعنى أن ربح أحدهما سيكون على حساب خسارة الآخر، ومثل هذا يدخل في الميسر المحرم، وفي أكل أموال الناس بالباطل، وهو ظلم وزور ومناف للعدل الذي جاء به الإسلام.

رابعاً: عقود الخيارات صورية:

صورية العقد: هي وجود صورة العقد ومظهره الخارجي لا حقيقته وجوهره؛ وذلك بأن يكون اتفاق الإرادتين على العقد في الظاهر فقط، مع تحقق انتفاء الإرادة الحقيقية في أصل العقد. فالمقصود الذي شرع الله تعالى له البيع وأحله لأجله، هو أن يحصل ملك الثمن للبائع، ويحصل ملك المبيع للمشتري، ثم ينتفع كلٌّ منهما بما تملّكه بالعقد بسائر أنواع الانتفاعات المشروعة، وبهذا يكون كل واحد منهما قد حصل له مقصوده بالبيع. وعليه فإن كل عقد بيع لا يقصد به نقل ملكية المبيع أو الثمن إلى الطرف الآخر نقلاً حقيقاً، هو عقد صوري.

وبالنظر إلى ماهية عقود الخيارات المالية التي يتم تنفيذها في الأسواق المالية تتبين صوريّتها؛ كونه لا يجرى تنفيذها غالباً؛ لأن معظم المشترين لا ينوون استلام ما اشتروه، كما أن معظم البائعين لا ينوون تسليم ما باعوه، وتنحصر العملية في قبض أو دفع الفرق بين سعري الشراء والبيع. إذن لا يترتب على هذه العقود لا تمليك ولا تملك؛ فلا المشتري يتملك المبيع ولا البائع يملك الثمن، إنما تباع الأوراق المالية، وتنتقل من يد إلى يد على الورق فقط دون أن يكون لها وجود فعلي.

مناقشة الدليل:

من خلال تتبع عمليات تنفيذ عقود الخيارات في الأسواق المالية فقد ثبت أن عقود الخيارات التي يجري تنفيذها لا تتجاوز (٢٪)، أي أن (٩٨٪) من هذه العقود لا يتم تنفيذها. وعليه فإذا ثبتت صورية عقود الخيارات ثبت بطلان التعامل بها؛ لأن عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك؛ فإذا كانت غير مؤدية لذلك -أي التمليك- كانت غير محققة لهذا المقتضى، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل.

وقد بين الفقهاء علة عدم صحة العقود الصورية وهي:

١. عدم ثبوت نية البيع والشراء.

٢. هي من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً.

٣. فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف.

ولا يخفى أن أدلة الشرع وقواعده تظاهرت على أن المقصود في العقود معتبرة، وأنها تؤثر في صحة العقد وفساده، وفي حله وحرمته، بل إنها تؤثر في الفعل الذي ليس بعقد النية والقصد.

خامساً: انطواء عقود الخيارات على الغرر:

الغرر: هو ما خفيت عاقبته؛ أي ما كان مجهول العاقبة ووجه الغرر في عقود الخيارات هو عدم معرفة حصول العقد من عدمه، وإن حدث فلا يدري متى يحدث. والمشتري والبائع في هذا سواء. وتفصيل ذلك كما يأتي:

بالنسبة لمشتري الخيار سواء أكان خيار شراء أم خيار بيع، فإن المشتري لا يقدم على ممارسته، إلا إذا تغيرت الأسعار في صالحه، بأن ترتفع الأسعار بالنسبة لمشتري حق الشراء، أو تنخفض بالنسبة لمشتري حق البيع، وتغير الأسعار في صالحه أمر مجهول له قد يحصل فيمارس حقه في الشراء أو البيع، وقد لا يحصل فتذهب عليه فائدة المعقود عليه (حق الخيار)؛ لأنه لن يستعمله حينئذ، والمعقود عليه إذا خلا من الفائدة كان كالمعدوم، وهذا غرر.

وهكذا الأمر بالنسبة لمحرر الخيار؛ فهو يقدم على إبرام عقد الخيار سواء أكان خيار بيع أم خيار شراء، أملاً في أن تكون الأسعار خلال فترة الخيار في غير صالح المشتري، بحيث لا يمارس المشتري حقه في الشراء أو في البيع، ليربح -أي المحرر- حينئذ ثمن الخيار؛ إذ لو تغيرت الأسعار في صالح المشتري، فإنه سيمارس حقه في الشراء أو في البيع، وسيضطر المحرر -في حالة خيار الشراء إذا لم يكن مالكاً للأسهم مثلاً- إلى شرائها من السوق بالسعر المرتفع، ليسلمها إلى المشتري، كما سيضطر -في حالة خيار البيع إذا لم يكن له غرض في الأسهم- إلى بيعها في السوق بالسعر المنخفض متكبداً في كلا الحالتين خسارة تذهب بثمن الخيار الذي قبضه من المشتري. وهذا الأمر -أي إقدام المشتري على ممارسة حقه في الشراء أو البيع- أمر مجهول للمحرر مبني على أمر مجهول، وهو تغير الأسعار. قد يقدم المشتري على ممارسة الخيار، فلا يحصل للمحرر مقصوده من العقد، وقد لا يقدم على ممارسة الخيار، فيحصل للبائع مقصوده. وكل ذلك غرر بالنسبة له إذن فالغرر متحقق في المعقود عليه أصالة. وعليه يكون الغرر هنا غرراً مؤثراً في صحة العقد.

مناقشة الدليل:

الغرر: ما يكون مستور العاقبة. وعرّف كذلك بأنه: الشك في وجود المبيع. وإذا ما عدنا إلى البيانات الشارحة لماهية الخيار (فنيّاً) وكيفية مزاولتها؛ فإنه يتضح الغرر الذي تنطوي عليه عقود الخيارات. والذي يتمثل في المعقود عليه. وقد بين الفقهاء أن ضابط الغرر المؤثر هو الغرر الكثير في عقود المعاوضات المالية؛ إذا كان في المعقود عليه أصالة ولم تدع للعقد حاجة.

ويمكن بيان الغرر في عقود الخيارات بما يلي:

١. عدم القدرة على التسليم: سبق وأن تقرر أن عقود الخيارات هي من باب بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع ما لا يملكه. والعلة عدم القدرة على تسليم المبيع، وهذه العلة بيّن الفقهاء أنها من الأمور التي يتحقق بها الغرر.

٢. التعاقد على المعدوم: تبين سابقاً أن المعقود عليه في عقود الخيارات. ليس موجوداً وقت العقد. فوجوده مجهول في المستقبل، بمعنى أنه قد يوجد وقد لا يوجد. وعليه فإن انعدام المبيع (المعقود عليه) وقت العقد هو صورة من صور الغرر التي تكون على محل العقد. والقاعدة التي رآها بعض الفقهاء في بيع المعدوم هي «أن كل معدوم مجهول الوجود في المستقبل لا يجوز بيعه».

٣. الغرر الفاحش: لا شك أن الغرر في عقود الخيارات غرر فاحش، ويتمثل في حجم الخسارة التي يتحملها الملتزم غير المحددة.

٤. الحاجة لا تدعو لعقود الخيارات: مما تقرر عند الفقهاء أنه يشترط لتأثير الغرر في العقد ألا يكون الناس في حاجة إلى ذلك العقد. والحاجة هي: أن يصل المرء إلى حالة بحيث إذا لم يتناول الممنوع يكون في جهد ومشقة ولكنه لا يهلك. ويشترط في الحاجة أن تكون متعيّنة، ومعنى تعينها: أن تنسد جميع الطرق المشروعة للوصول إلى الغرض، سوى ذلك العقد الذي فيه الغرر، وهذا مما لا ينطبق على عقود الخيارات.

من كل ما تقدم يدل دلالة واضحة على أن عقود الخيارات مشتملة على الغرر؛ ولذلك فهي غير جائزة لورود النهي عن بيع الغرر، والنهي يقتضي فساد عقد بيع الغرر.

سادساً: انطواء عقود الخيارات على القمار:

القمار: هو ما يكون فاعله متردداً بين أن يغنم وبين أن يغرم[٥٤]. والقمار في عقود الخيار يكمن في المعقود عليه، وهو حق المشتري في الممارسة ليكسب، ويقابله خسارة الملتزم، أو حق المشتري في عدم الممارسة ليخسر، ويقابله كسب الملتزم (محرر الخيار)[٥٥]. ويتحقق هذا في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدان بقبض أو دفع فرق السعرين (سعر التنفيذ وسعر السوق)، سواء أكان غرض المتعاقدين المضاربة على فروق الأسعار، أم كان غرضهما الاحتياط ضد تقلبات الأسعار؛ وذلك لتردد كل واحد منهما بين الغنم والغرم[٥٦]؛ لأن البائع يضارب على الهبوط، والمشتري يضارب على الصعود. فإذا جاء يوم التصفية، يتقاضى البائع الفرق من المشتري إذا هبط السعر أو يدفع للمشتري الفرق إذا ارتفع السعر.

وهذه العمليات تدخل في القمار الممنوع؛ لأن البائع يضارب على هبوط السعر في اليوم المحدد، والمشتري يضارب على صعوده، ومن يصدق توقعه يكسب الفرق. وليس هذا فحسب، بل أن الخيارات تقوم من حيث الغالب على المخاطرة والحظ والمقامرة والربح على حساب الآخر؛ حيث يكون ربح أحدهما على حساب خسارة الآخر. فمثل هذا يدخل في الميسر المحرم، وفي أكل أموال الناس بالباطل. ثم أن خيار شراء العملات وبيعها، وخيار شراء الأسهم وبيعها شبيه بالقمار، ولا فرق بينه وبين المضاربة على فروق الأسعار.

وتوضيح ذلك بالمثال: اشترى شخص عشرة آلاف دولار بسعر الدولار (٩٠) جنيهاً سودانياً،

واشـــترى الخيار لمدة ستة أشهر بعشرة آلاف جنيه سوداني، وقبل أن تنتهي المدة ارتفع سعر الدولار إلى (١٠٠) جنيه؛ فمارس المشـــتري حقه في الخيار؛ فحقق الربح الذي كان يرمي إليه، وهذا الربح هو خســـارة على البائع. على أن الدولار قد يبقى ســـعره كما هو إلى انتهاء مدة الخيار، فيخسر المشتري العشرة آلاف ويربحها البائع؛ ففي هذه المعاملة يكون كل واحد من المتعاقدين إما غانماً أو غارماً، وهذا ضابط القمار المحرم.

من كل ما تقدم يتبين أن شـــراء الخيارات وبيعها في جميع صورها ليس من البيوع التي أحلهـــا الله تعالى، إنمـــا هي عقود تقوم على القمار، بل هي صورة من صور ممارســـته فيجب الابتعاد عنها.

مناقشة الدليل:

بالنظر إلى ماهية عقود الخيارات المالية الفنية يتبين أن هذا الدليل له وجهته، وذلك لما يلي:

١. ضابـــط القمـــار المحرم هـــو: أن يكون كل واحد مـــن المتعاقدين إما غانمـــاً أو غارماً، وهذا متحقق في غالب عقود الخيارات أن لم يكن كلها، ويظهر هذا عند تنفيذها.

٢. في القمار يتوقف كسب طرف أو خسارته على تحقق احتمالية معينة يتوقعها، وهي تحرك سعر مادة الخيار نحو واقع أحد الطرفين.

٣. القمار أن يؤخذ مال الإنســـان وهو على مخاطرة، هل يحصل له عوضه أو لا يحصل؟ كالذي يشـــتري العبد الآبق، وعقود الخيارات تقوم على أخذ أموال الناس مخاطرة، هل يحصل له الربح أم لا؟

٤. يقـــوم القمـــار على مخالفة توقعـــات كل واحد من المقامرين لتوقعـــات الآخر، وعقود الخيارات لا يمكن أن تقوم إلا إذا كانت توقعات كل واحد من الطرفين مخالفة لتوقعات الطرف الآخر.

سابعاً: عقود الخيارات تندرج تحت بيع الكالئ بالكالئ:

بيع الكالئ بالكالئ: هو بيع الدين بالدين، وصورته: «أن يشتري بضاعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل التسليم كذلك، سواء اتحد الأجلان أو اختلفا». وهو بيع ممنوع شرعاً؛ لأن النبي

صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الكالئ بالكالئ، والحديث وإن كان ضعيفاً، إلا أن الأمة قد تلقته بالقبول فاتفقوا على العمل بموجبه؛ سواء أكان البيع للمدين أم لغير المدين.

ومثال الأول (بيع الدين للمدين): أن يقول شخص لآخر: اشتريت منك هذه السلعة بدولار على أن يتم تسليم العوضين بعد شهر مثلاً. فإذا حلّ الأجل ولم يجد البائع ما يقضي به دينه يقول للمشتري: بعني هذا الشيء إلى أجل آخر بزيادة شيء. فيبيعه ولا يجري بينهما تقابض.

ومثال الثاني (بيع الدين لغير المدين): أن يقول رجل لغيره: بعتك السلعة التي لي عند فلان بكذا تدفعها لي بعد شهر. وهذا هو الواقع فعلاً في عقود الخيارات؛ حيث لا يتم في عقود الخيارات دفع الثمن نقداً. إنما يسجل عليه في كلا النوعين من عقود الخيارات دون أن يكون من قبله دفع. بل المعتاد أن ينتظر البائع والمشتري تحسن السوق فيما يعتقد أنه في صالحه بيعاً أو شراء للحصول على الربح.

وأما الثمن والسلعة المعقود عليه فقد تبين سابقاً أن محل العقد في عقد الخيار هو حق لشراء أو حق بيع وليس الأوراق المالية أو السلع العينية. وأن هذا الحق المجرد لا يصلح أن يكون محلاً للعقد؛ كونه ليس مالاً ولا حقاً متعلقاً بمال. وهذا يعني غياب المثمن (السلعة) عن محل العقد.

من كل ما تقدم يتبين غياب الثمن والمثمن جميعاً. وأنه لا يتم قبض واحد منهما. وهذا يحيل العقد إلى بيع دين بدين، وقد نهي عنه.

مناقشة الدليل:

إذا ما نظرنا إلى كيفية مزاولة عقود الخيارات في السوق المالي، يتضح أن أغلب عمليات عقود الخيارات في البورصة تتم بصورة بيع الدين بالدين دون تسليم مادة الخيار (محل العقد - المثمّن) ولا تسليم الثمن. وبيع الكالئ بالكالئ: هو «بيع أنشأ ديناً وخلا عن القبض». وإن شئت: «مداينة خلت عن القبض».

وعليه وبالنظر إلى كيفية تنفيذ عمليات عقود الخيارات في البورصة، نجدها تنشأ ديناً على أحد الطرفين أو كليهما وتخلو من القبض من كلا الطرفين. إذن فحقيقة عقود الخيارات هي: دين يثبت في ذمة المدين على سبيل المعاوضة دون أن يقبض في مقابله ما ينتفع به.

وهذا هو حقيقة عقد الكالئ بالكالئ، ومما يزيد هذه النتيجة تأكيداً: اشتمال عقود الخيارات على حكم تحريم الكالئ بالكالئ. ويمكن بيان هذه الحكم على النحو الآتي:

١. بيع الكالئ مناف لمقاصد التشريع.

٢. المقصود من العقود القبض وذلك لتحقيق الانتفاع، بينما بيع الكالئ بالكالئ المقصود منه هو الضمان والتحوط؛ لذلك فهو مناف لمقصود العقود، والخيارات كذلك تخلو من القبض ومقصودها الضمان والتحوط.

٣. بيع الكالئ بالكالئ مناف لميزان العدل الشرعي للمعاوضات المتمثل بقوله عليه السلام: «الخراج بالضمان»، ووجه منافاته أن أحد الطرفين يضمن للآخر المبدل دون أن يملك حق الانتفاع بالبدل، فهو ضمان ومسؤولية لا يقابلها حق الانتفاع، وهذا اختلال لميزان العدل الشرعي بين الحقوق والالتزامات، وعقود الخيارات هي ضمان طرف لآخر دون أن يملك الضامن حق الانتفاع بشي مطلقاً.

من كل ما تقدم يتبين أن عقود الخيارات هي صورة من صور بيع الكالئ بالكالئ، وقد ورد النهي عنه.

ثامناً: منافاة عقود الخيارات لمقاصد التشريع في التبادل:

عقود الخيارات وإن سميت بيوعاً لكنها في الحقيقة لا تتضمن حكمة مشروعية التبادل، ولا تحقق منفعة التبادل التي قصدها الشارع من إباحة التبادل، بل على العكس؛ فهي تنطوي على مفاسد اقتصادية تناقض حكمة مشروعية التبادل، وليس لها قيمة اقتصادية واضحة للمجتمعات، فالبيع شرع لتلبية حاجة الناس، والناس متفاوتون في القدرات وفي الثروات، وحاجة كلٍّ منهم لأنواع السلع والخدمات تختلف عن الآخر، وطريق تحقيق هذا: التبادل بينهم، فيبذل كل طرف في المبادلة ما يمكنه الاستغناء عنه، ليقبض ما تشتد حاجته إليه فينتفع طرفا المبادلة وتكون المحصلة زيادة منفعة الجميع.

ولتحقيق مصلحة التبادل لابد من القبض ليحصل الانتفاع، وعليه فإذا وجدت معاوضة خالية من القبض، فلن يتمكن أي طرف من أطراف التبادل أن ينتفع بالعوض، ومن غير المتصور حينئذ تحقق منافع التبادل، ولذلك قال الفقهاء: أن المقصود من العقود هو القبض؛ إذ يتحقق به الانتفاع، ورتبوا على ذلك أن الأصل في البيع أن يكون حاضراً، وعقود الخيارات لا

يتم فيها لا تسليم ولا تسلم، بل أن نية التسليم والتسلم غير موجودة ابتداء عند طرفي التبادل، إنما تباع الأوراق المالية أو السلع وتنتقل من يد إلى يد على الورق فقط دون أن يكون لها وجود؛ وعليه فهي عقود لا تفيد التمليك في الحال، وصيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع؛ وبهذا تكون منافية لمقاصد التشريع في التبادل.

مناقشة الدليل:

مقصد التشريع من التبادل تحقيق منافع العباد التي يقصدونها من التبادل فيما بينهم، وطريق هذا القبض؛ فبالقبض تتحقق منافع كل واحد من طرفي العقد. وهذا يعني أن المنافع ترتبط مع القبض وجوداً وعدماً؛ بمعنى إذا وجد القبض تحققت المنافع. وإذا انتفى القبض انعدمت المنافع؛ وعليه فأي عملية تبادل تخلو من القبض لن يتمكن أي من طرفي التبادل من الانتفاع بالعوض، ومن غير المتصور حينئذ تحقق المنافع.

من خلال ما سبق بيانه لماهيّة عقود الخيارات (الفنيّة) وكيفية مزاولتها في الأسواق المالية، والتي تقرر أنها لا يتم فيها لا تسلُّم ولا تسليم (أي القبض معدوم) نقول: إنها تُنافي حقيقة مقاصد التشريع في التبادل، وبما أن قصد الشارع هو المعتبر لا قصد المكلف -بمعنى أن يكون قصد المكلف من العمل موافقاً لقصد الشارع وألا يكون مناقضاً للشريعة وبالتالي يكون عمله في المناقضة باطلاً- فإن عقود الخيارات باطلة؛ لأن ما بني على باطل فهو باطل.

» المبحث الثاني

الرأي الخاص بجوازها شرعاً

يتنـاول هـذا الجزء رأي المجيزين لعقـود الخيارات في الأسـواق الماليـة المعاصرة، والأدلة التي استندوا إليها، ومن ثم مناقشتها، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: قياس عقود الخيارات على بيع العربون:

بيع العربون: أن يشتري الرجل السلعة فيدفع من ثمنها جزءاً، ويقول للبائع: إذا لم أشتر منك فالدنانير لك. ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها. وقد أجاز الحنابلة هذا البيع على المشهور عندهم. والذي يظهر مما سبق أن بيع العربون يشبه خيار الطلب الذي يعطي صاحبه الحق في شراء عدد من الأسهم خلال فترة محددة، ولا يختلف عنه إلا فيما يدفعه المشتري في العربون، فهو جزء من الثمن. أما ما يدفع في خيار الشراء فهو مبلغ مستقل، وهو ثمن للخيار ذاته.

ويرى المجيزون إمكانية المواءمة بين الصيغتين من خلال جهة مركزية كسلطة السوق أو غرفة المقاصة تتولى عملية إمضاء العقود، وبدل أن يدفع المستثمر ثمناً للخيار يمكن له أن يدفع نسبة مئوية من ذلك المبلغ على صفة العربون، فإذا رأى من مصلحته في الوقت المحدد المتفق عليه أن يشتري أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عن العربون، وعليه وقياساً على جواز بيع العربون، يمكن القول بجواز خيار الشراء (الطلب) إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى.

مناقشة الدليل:

تتلخص وجهة نظر المجيزين: بأن بيع العربون فيه خيار بعوض هو العربون في حال عدم إمضاء البيع، فدل ذلك على جواز أخذ العوض مقابل الخيار؛ أي أن وجه القياس أن في العقدين خياراً بمقابل.

وهذا صحيح فهناك تشابه بين العقدين (بيع العربون في خيار الشرط وثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار)، ويتمثل هذا التشابه في أمرين هما:

١. الثمن الذي يدفعه المشتري في خيار الطلب يشبه بيع العربون الذي يدفع للبائع.

٢. عقد الخيار يعطي المشتري الحق في شراء عدد من الأسهم أو غيرها خلال فترة محددة، وفي بيع العربون يكون للمشتري حق إمضاء البيع خلال فترة محددة.

ولكن بالرغم من هذا الشبه الذي بينهما، إلا أنه شبه ضعيف؛ لأن العربون ليس ركناً من أركان عقد خيار الشرط ابتداء، إنما يرد على العقد وروداً، وعليه فإن هناك فروقات واضحة بين عقود الخيارات وبين بيع العربون -وقد سبق بيانها- تمنع إلحاق خيار الطلب ببيع العربون، وبالتالي فإن هذا الدليل لا يصلح لأن يكون موضع استدلال على جواز خيار الطلب.

ثانياً: قياس عقود الخيارات على خيار الشرط:

استدل القائلون بجواز التعامل بعقود الخيارات في الأسواق المالية بقياسها على خيار الشرط في الفقه الإسلامي لوجود الشبه بينهما.

والشبه بين عقد الخيار المالي المعاصر وبين البيع الذي اشترط فيه خيار الشرط من جهة أن في عقد الخيار يكون للمشتري الحق في البيع أو الشراء خلال فترة محددة، وفي البيع الذي اشترط فيه الخيار يكون لمشترط الخيار الحق في إمضاء البيع أو فسخه خلال فترة محددة، ووجه الاستدلال -حسب رأيهم- أن من حق المضارب فسخ العقد في ميعاد التصفية إذا أحس بانقلاب الأسعار في غير صالحه، مقابل أن يدفع تعويضاً للطرف الآخر، ولا يرد إليه بحال ويسمّى هذا بـ(الشرط البسيط)، وهو شرط صحيح.

قال تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَهِيمَةُ الأَنْعَامِ إِلاَّ مَا يُتْلَى عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحِلِّي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرُمٌ أن اللَّهَ يَحْكُمُ مَا يُرِيدُ) المائدة/١. وقال صلى الله عليه وسلم: (الصلح جائز بين المسلمين، إلا صلحاً أحلّ حراماً أو حرم حلالاً. والمسلمون عند شروطهم، إلا شرطاً أحلّ حراماً أو حرم حلالاً)، ولما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز له أن يبيع حقه هذا.

وعليه يرى أصحاب هذا الرأي أن دفع مشتري الخيار ثمن حق الخيار مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار، هو بمثابة خيار الشرط في الفقه الإسلامي، وقد أباحته الشريعة الإسلامية.

مناقشة الدليل:

إن الشَّبَه الذي استندوا عليه لإجازة الخيارات المالية، لا يصلح دليلاً على جواز عقود الخيارات المالية المعاصرة؛ لأنه شبه ضعيف من جهة، ومن جهة أخرى وجود فروقات جوهرية بين ماهيّة عقود الخيارات المعاصرة وبين خيار الشرط -وقد سبقت الإشارة إليها في هذه الدراسة- هي التي يحتكم إليها عند القياس بين العقدين، وقد توصلنا من خلالها إلى أنه لا يوجد شبه حقيقي بين عقود الخيارات المعاصرة، وبين خيار الشرط في الفقه الإسلامي.

وعليه لا ينبغي الخلط بين خيار الشرط في الفقه الإسلامي وبين الخيارات المعاصرة؛ فخيار الشرط لا يباع أولاً، كما أنه تبع للعقد الذي تم ومتعلق به. أضف إلى ذلك أن تعليق خيار الشرط على قبول المشتري، أو قبول البائع بالثمن أمر جائز كونه علق على أمر هو بمقدور مشترطه أن يفعله، بينما في الخيارات المالية لا يجوز هذا التعليق، لأنه ليس في يد المشتري أو البائع، وإنما هو أمر احتمالي.

ثالثاً: عقد الخيار شكل من أشكال التأمين التجاري:

التأمين التجاري: التزام طرف لآخر بتعويض نقدي، يدفعه له عند تحقق حادث احتمالي معين في العقد، مقابل ما يدفعه له هذا الأخير من مبلغ نقدي في صورة «قبض أو نحوه» فالتأمين إذن عقد معاوضة يدفع الشخص بموجبه مالاً؛ ليتجنب بعض الخسائر أو بعض الأخطار.

وعليه فقد رأى المجيزون للخيارات المالية أن هذا المعنى موجود في عقود الخيارات، فالمشتري للخيار يدفع المال ليتجنب الخسائر المحتملة بتقلبات الأسعار؛ فهو إذن تأمين ضد الخسائر المتوقعة بتقلبات الأسعار، ومن جهة أخرى يمكن اعتباره كذلك بمثابة عقد حراسة لممتلكاته -أي مشتري الخيار- أو ما يدفعه لأمان خطر الطريق، أو هو نوع من التضامن لدفع الضرر الذي يصيبه. وعليه فإن عقود الخيارات -حسب رأيهم- يصح التعامل بها في أسواق البورصة قياساً على جواز التأمين التجاري.

مناقشة الدليل:

إن الشَّبَه بين الخيارات والتأمين الذي استدلوا به على جواز الخيارات المالية، إنما هو دليل على تحريمها -وهذا ما ذهب إليه أحد المجيزين- وذلك لقوة أدلة تحريم عقد التأمين التجاري، والتي سنثبتها هنا لأهميتها في الاستدلال على تحريم عقود الخيارات وهي:

١. التأمين ربا: ذلك أنه مبادلة نقود بنقود متأخرة عنها في الأجل زائدة عنها في المقدار. وفيه ربا الفضل لزيادة أحد العوضين في الجنس الربوي الواحد. هذا إضافة إلى أنه صرف تأخر فيه قبض أحد عوضيه فهو فاسد كله. وهذا موجود في الخيارات كما تقرر سابقاً.

٢. التأمين غرر: فالتأمين عقد معاوضة. وإذا وقع الغرر في عقود المعاوضات أبطلها. والغرر في التأمين ليس يسيراً قطعاً. فهو إما من الغرر الكثير أو المتوسط. والأرجح أنه من الغرر الكثير؛ لأن من أركان عقد التأمين - التي لا يوجد بدونها - الخطرَ والخطر هو حادثة محتملة لا تتوقف على إرادة أحد الطرفين. والتأمين لا يجوز إلا من حادث مستقبلي غير محقق الوقوع؛ فالغرر عنصر ملازم لعقد التأمين ومن الخصائص التي يتميز بها. وهذا يجعله من الغرر المنهي عنه.

وفي عقود الخيارات فإن الدافع الحقيقي لشراء الخيار هو الرغبة في رفع المخاطرة. وضمان سعر محدد للبيع أو الشراء في المستقبل. ومن ثم تفادي الخسارة. ومقابل ذلك يدفع المستثمر مبلغاً محدداً عن الخيار المذكور. فكأن الخيار إذن نوع من التأمين. وهو عندئذ عقد معاوضة تضمّن غرراً فاحشاً.

٣. التأمين قمار لا يقوم إلا على عنصري الخطر والاحتمال؛ فهذان العنصران هما المؤثران المقومان للتأمين وللقمار على حد سواء. وهذا ما تقوم عليه عقود الخيارات المالية. وفضلاً عما سبق ذكره فإن الاختلاف الواسع بين الفقهاء المعاصرين حول عقد التأمين التجاري. قد حسمه مجمع الفقه الإسلامي بقراره: «إن عقد التأمين التجاري ذا القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عقد فيه غرر كثير مفسد للعقد. ولهذا فهو حرام شرعاً».

وعليه ومن كل ما تقدم فإن قياس الخيارات على التأمين التجاري يقتضي أن يكون من مقتضيات التحريم لا من مقتضيات الإباحة والجواز.

رابعاً: عقد الخيار هو التزام أو ضمان أو كفالة:

وجه الاستدلال: جواز أن يكون الالتزام أو الضمان أو الكفالة محلاً لعقود المعاوضات كون محض الالتزام فيه منفعة مقصودة ومصلحة مشروعة مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة والعارية والوكالة؛ ولذلك يصح أن يكون محلاً للعقد في الضمان والوديعة. كما جاز مبادلته بالمال في كثير من الفروع والمسائل والتطبيقات عند الفقهاء منها:

١. جواز أخذ العوض المالي على بعض الالتزامات الجائزة شرعاً، ولو كان محلها ليس بمال، كأن تدفع المرأة لزوجها مقابل التزامه بعدم الزواج عليها.

٢. جواز دفع مبلغ من المال من الدائن للمدين، إذا أحضر المدين ضامناً أو كفيلاً يكفله في سداد دينه؛ فالالتزام في عقد الكفالة مما يصح بذل المال في مقابلته. رأى المجيزون جواز خيار العرض أو الدفع، إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى قياساً على الضمان والكفالة؛ لأن مالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء الالتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الآخر.

مناقشة الدليل:

إذا سلمنا بجواز أخذ الأجرة على محض الالتزام في الكفالة نقول: أن قياس هذا على جواز أخذ العوض في خيار العرض أو الدفع قياس غير مسلم فيه وذلك لما يلي:

١. أن الذين أجازوا أخذ الأجرة على محض الالتزام اشترطوا في الملتزم به -إذا كان من باب المعاوضات- ما يشترط في الثمن والمثمن من انتفاء الجهل والغرر، وأن يكون مقدوراً على تسليمه. وهذه العلة منتفية في الخيارات.

٢. من العلل التي أجازوا عليها أخذ العوض على الالتزام، اعتبار أن الالتزام له قيمة مالية في ذاته، وهي علة منتفية في الخيارات. بدليل أن قيمتها مستمدة من مادة الخيار المذكورة في العقد.

٣. اشترط المجيزون في قياس الخيارات على الالتزام أن تخلو الخيارات من المخالفات الشرعية. وهذا منتف من عقود الخيارات؛ فليست خالية من المخالفات الشرعية.

٤. من خلال النظر في نصوص المالكية في جواز أخذ العوض على الالتزام، يتبين أن الملتزم لا يستحق العوض من قبل الملتزم له إلا إذا لم يتحقق الملتزم به، كالمرأة التي تدفع لزوجها عوضاً مقابل أن لا يتزوج عليها، فإن الزوج لا يستحق هذا العوض إذا لم يلتزم بعدم الزواج، فإن لم يلتزم وتزوج عليها فيردّ عليها عوضها. أما في عقود الخيارات فإن محرر خيار الدفع يحصل على قيمة الخيار -صحيح أنه مقابل التزامه بتنفيذ العقد عندما سيطلب مشتري الخيار ذلك منه- لكنّه يأخذ ثمن الخيار على كل الحالات سواء رغب

مشتري الخيار بتنفيذ العقد أم لا؛ بمعنى إذا لم ينفذ المشتري فإنه لا يرجع على بائع الخيار بشيء. إذن فقياس خيار الدفع على الالتزام غير سليم لكل ما تقدم. والله أعلم.

خامساً: قياس عقود الخيارات على البيع على الصفة:

البيع على الصفة: هو البيع على أساس الإخبار بهيئة المبيع وصفته من غير رؤية. وهذا يتضمن بيع المبيع الغائب عن مجلس العقد. وبيع الموصوف في الذمة مع تأجيل أحد البديلين أو هما معاً؛ أي إنه يشمل بيع المعيّن الغائب. وبيع الموصوف في الذمة. وقد استدل المجيزون لعقود الخيارات المالية، بقياسها على جواز بيع الصفة. وذلك لوجود الشبه بينهما من حيث تأجيل البديلين؛ فالمبيع في البيع على الصفة يتعلق بعين موصوفة في الذمة، ويكون موجوداً أو يغلب وجوده وقت التسليم، وأنه مملوك أو غير مملوك لصاحبه عند التعاقد، وهكذا الحال في عقود الخيارات المالية؛ فالمعقود ممكن الوجود عند طلب التسليم.

مناقشة الدليل:

إن هذا القياس غير سليم للفرق الشاسع بين البيع على الصفة والخيارات؛ وذلك لأن موضوع العقد في بيع الصفة سلعة غير حاضرة في مجلس العقد، توصف وصفاً كاشفاً للجهالة بماهيتها، ويتم التعاقد على ذلك الوصف، ويكون الخيار للمشتري لو لم يطابق الوصف الواقع. أما موضوع الخيارات فهو الخيار ذاته، وإمضاء العقد أو فسخه في البيع على الصفة، مرتبط بالتوافق بين الوصف والواقع. أما إمضاء تبادل الثمن والمثمن في الخيار فليس مرتبطاً بسلامة الوصف، بل بالربح الذي يحققه صاحب الخيار، وعلى فرض التسليم بوجود الشبه بين العقدين، فإن بيع الموصوف في الذمة إذا وقع بلفظ البيع مع تأجيل الثمن والمثمن، هو بيع الدين بالدين المنهي عنه، وأجمع الفقهاء على تحريمه. وعليه فإن هذا الدليل يقتضي تحريم عقود الخيارات المعاصرة، لا إجازتها.

سادساً: قياس عقود الخيارات على عقد السلم:

رأى بعض المجيزين أن الشبه بين عقد السلم وعقود الخيارات المالية، من حيث أن عقد السلم عقد يتأخر فيه تسليم المبيع، وأن سعر المبيع متفق عليه ابتداء إلى أجل معلوم، دليل على جواز الخيارات المالية، فعقود الخيارات تباع بسعر بات أو بسعر معلق على سعر البورصة في تصفية محددة، ويكون منها البيع على المكشوف؛ أي يسمح فيها بالبيع لمن لا يملك السلعة بناء على قدرته على تسليمها حين حلول أجلها نتيجة استمرارية السوق.

مناقشة الدليل:

إن هذا القياس للخيارات على بيع السلم غير سليم ويمكن رده من عدة وجوه:

١. يشترط في صحة عقد السلم قبض الثمن في مجلس العقد، بينما في الخيارات لا يشترط هذا بها، بل ليس فيها قبض لا للثمن ولا للمثمن فكلا البدلين مؤجلان.

٢. في عقد السلم كلا الطرفين ملزم بتنفيذ العقد حسبما يتفقان، وعليه فلا خيار فيه باتفاق الجمهور، أما في الخيارات فلا إلزام إلا للبائع، أما المشتري فهو بالخيار.

٣. عقد الخيار منفصل عن عقد بيع السلعة؛ فهو عقد على حق مجرد، وله ثمن خاص به، أما السلم فالعقد على السلع والثمن للسلع.

٤. أن السلم يحقق حاجة صاحب السلعة في التمويل، وحاجة المشتري في الاستثمار بصورة مباشرة، أما الخيارات فإن وظيفتها في الغالب المضاربة على فروق الأسعار ليجني أكبر قدر من الأرباح.

وعليه فكل ما تقدم يخرج الخيارات من باب السلم فلا يصح إجازتها قياساً عليه.

سابعاً: قياس ثمن الخيار على الهبة المشترطة في عقد البيع:

استدل بعض المجيزين لعقود الخيارات المالية قياساً على الهبة المشروطة في البيع، من حيث أن ثمن الخيار المدفوع لقاء التزام الطرف الآخر بشراء الأسهم، هو بمثابة الهبة المشترطة في عقد البيع؛ لأن المشتري لا حقَّ له في مبلغ المال إلا إذا كان على وجه الهبة.

مناقشة الدليل:

إن تكييف ثمن الخيار على أنه بمثابة الهبة المشترطة في عقد البيع، تكييف غير سليم ويمكن رده من عدة وجوه هي:

١. الهبة هي عقد تبرع، والخيارات عقود معاوضة.

٢. من شروط صحة الهبة أن يكون الموهوب مما يصح بيعه، وكل ما جاز بيعه جازت

هبته، وكل ما لا يصح بيعه في الشـرع لم تجز هبته. وفي الخيارات -كما تقرر سـابقاً- ثمن الخيـار هـو ثمن للحق المجرد الذي اتفق على عدم صحة بيعه. وعليه: في الخيارات لا يوجد بيع للأسهم حتى يقال إنه اشترطت فيه الهبة.

٣. قبض الموهوب شـرط من شـروط صحة الهبة، سـواء أكان شـرط صحة -كما قال الجمهور-، أم شـرط إتمام -كما قال مالك-. وهذا غير متحقق في الخيارات، فالقبض الحقيقي غير موجود في عقود الخيارات المالية.

» المبحث الثالث

الترجيح بين الآراء

بعد استعراض كلٍّ من آراء المانعين والمجيزين لعقود الخيارات المالية المعاصرة، وأدلة كلٍّ منهم، ومناقشة أدلتهم، يتبين أن الرأي الراجح في حكم عقود الخيارات المالية المعاصرة هو الرأي الأول وهو: تحريم التعامل بعقود الخيارات المعاصرة في الأسواق المالية (البورصة بالصورة الحالية وتحريم تداولها بيعاً وشراء)، وذلك لما يلي:

أولاً: قوة أدلة المانعين:

وجاءت هذه القوة من خلال ما يلي:

١. من حيث المصدر: أن معظم الأدلة التي وردت عند المانعين مرجعها الكتاب والسنة النبوية والقواعد الأصولية الشرعية.

٢. من حيث دلالتها: جميع الأدلة واضحة الدلالة على تحريم عقود الخيارات بصورتها الحالية، وذلك من حيث العلة أو العلل التي تلتقي عليها عقود الخيارات المعاصرة بصورتها الحالية، والأدلة التي ساقها المانعون.

ثانياً: ضعف أدلة المجيزين:

ويتمثل هذا الضعف فيما يلي:

١. لم تكن الأدلة واضحة الدلالة على جواز عقود الخيارات، إنما هي إشارات ضعيفة لا ترقى إلى درجة الاستدلال بها على جواز الخيارات.

٢. جميع الأدلة انطلقت من القياس -صحيح أن القياس مصدر من مصادر التشريع باتفاق الجمهور ما عدا الظاهرية- لكن توظيف هذا المصدر في الاستدلال على صحة التعامل بعقود الخيارات الحالية لم يكن سليماً، إنما كان قياساً مع الفارق، وذلك لما يلي:

أ. أساس القياس هو العلة المشتركة بين الأصل والفرع التي أوجبت التساوي في الحكم؛ بمعنى أن تكون متعدية غير مقصورة على موضع الحكم الذي عللت به. ولقد تقرر من خلال المناقشة للأدلة، أن العلة كانت منتفية بين الأدلة التي ساقها المجيزون وبين عقود الخيارات. وعليه حتى يكون القياس في موضعه، يجب أن تكون علل أدلتهم متوفرة في عقود الخيارات، وانتفاء العلة ينفي القياس.

ب. إذا سلمنا بوجود التشابه في العلل بين الخيارات وتلك الأدلة؛ فإن من شروط العلة أن تكون منضبطة؛ أي لا تختلف باختلاف الأشخاص، ولا باختلاف الأحوال. وعليه يجب أن تكون محددة المعنى في كل ما يتحقق فيه؛ كالشركة سبب لطلب الشفعة، ولا يناط طلب الشفعة بالغرر من المشتري الجديد.

لذلك يجب أن تكون العلل في الخيارات منضبطة حتى يصح فيها القياس، وهذا ليس موجوداً في عقودها. فعلى سبيل المثال: العلة التي أجاز الفقهاء على ضوئها خيار الشرط -وهي إعطاء المشتري فرصة التريث في إمضاء الصفقة من عدم الإمضاء لحماية نفسه من الغبن ونحوه- علة منضبطة. أما في عقود الخيارات فإن الهدف هو التربح من خلال المضاربة على فروق الأسعار.

ج. بعض الأدلة التي استدلوا بها هي محل خلاف بين الفقهاء؛ بمعنى أن بعضهم أجازها وبعضهم حرمها -كالتأمين التجاري وأخذ الأجرة على الكفالة والالتزام-. وحتى الذين أجازوها ما أجازوها إلا بضوابط وشروط. وقد ثبت خلو عقود الخيارات من تلك الضوابط.

ثالثاً: اشتمال عقود الخيارات المالية على المخالفات الشرعية التالية:

١. الشروط الفاسدة:

تشتمل عقود الخيارات على عدد من الشروط التي تعد شروطاً فاسدة في مختلف المذاهب الفقهية. والشرط الفاسد -كما بينه الفقهاء-: هو ما كان منافياً لمقتضى العقد، واشتمل على منفعة لأحد المتعاقدين. وناله الغرر والجهالة والقمار بسبب شرط من الشروط التي يشترطها العاقدان.

٢. عدم صلاحية محل العقد فيها أن يكون معقوداً عليه:

محل العقد في الخيارات عبارة عن إرادة ومشيئة. ومن شروط المعقود عليه: أن يكون مالاً متقوماً شرعاً، ومقدوراً على تسليمه، وقبضه قبضاً حقيقياً. وهذه العقود إنما هي حق محض يباع ويشترى في الأسواق المالية مستقلة عن الأسهم والسندات ونحوها.

٣. جهالة المثمّن:

المثمّن في عقود الخيارات هو المعقود عليه. والمقصود بجهالة المثمن: عدم تحديد كميته في العقد عند التعاقد. أي الجهالة بمقدار محل العقد؛ حيث لا يعلم الطرفان الكمية التي سيتم تنفيذ العقد عليها. والجهالة بالمثمّن متحققة في العمليات المضاعفة التي يكون للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها وبسعر التعاقد.

٤. المعقود عليه ليس قابلاً لحكم العقد المخصص له شرعا:

لعدم قبول محل العقد لحكم العقد شرعاً أسباب هي:

أ. انتفاء القبض: وقد تقرر أن عمليات الخيار لا ثمن فيها ولا سلعة ولا تسليم ولا تسلم.

ب. انتفاء مالية المعقود عليه: بمعنى أن المعقود عليه ليس مالاً متقوماً، وفي الخيارات المعقود عليه هو حق معنوي مجرد لشراء أو بيع.

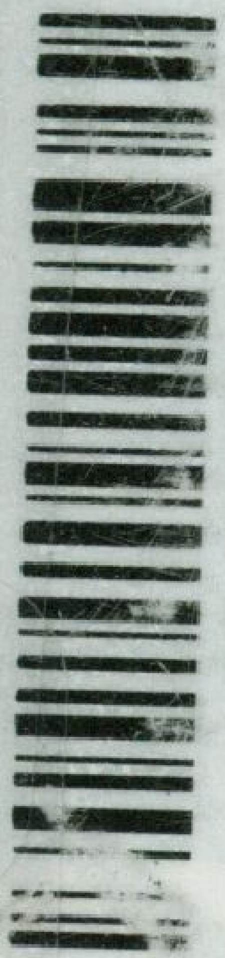
ج. انتفاء الملكية: بمعنى أن المعقود عليه يجب أن يكون مملوكاً للبائع عند التعاقد، إلا ما استثني في بعض العقود كالسلم. وعقود الخيارات لا تمليك فيها ولا تملك لمادة الخيار من قبل المضاربين عند التعاقد.

د. انتفاء القدرة على تسليم المعقود عليه: وفي عقود الخيارات المعقود عليه عند التعاقد معدوم، وخاصة في البيع على المكشوف.

٥. عقود الخيارات حيلة ربوية:

المراد بالحيل إذا قصد بها المكلف غاية محرمة تبطل أحكام الشرع وتناقض قصده. وصورتها: أن يبحث المضارب عن ممول يخرجه من ورطته، وهي الخسارة التي سيتحملها نتيجة تغير الأسعار في غير صالحه، مقابل زيادة يدفعها له، وتسمى هذه: (زيادة بالمرابحة)؛ أي تأجيل المرابحة، وهي قرض ربوي مقابل التأجيل.

المراجع



الأسهم الأمريكية وعقود الخيارات

U.S. Stocks & Options

د. محمد الفاضل

